



CHIFFRES
2008 ET
ANALYSE
DU MARCHÉ
FRANÇAIS
DE L'ISR

Sommaire

Introduction	3
Synthèse	4
Les données globales	4
Forte croissance du marché ISR de la clientèle française	4
Basculement du marché vers la gestion dédiée	5
Investisseurs particuliers et institutionnels : l'écart se creuse	6
Caractérisation des encours.....	8
Les segments de marché	12
Croissance encore modeste de la gestion collective ouverte.....	12
Montée en puissance de l'ISR dans l'épargne salariale	12
La gestion dédiée, locomotive de la croissance du marché.....	13
Des leaders qui se détachent	13
Les démarches d'intégration ESG	14
Pratiques recensées.....	14
Méthodologie et panel de l'étude	16
Glossaire	18

© Novethic 2009

Toute reproduction intégrale ou partielle doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

Introduction

Il est difficile de parler d'année charnière dans le cas de l'ISR, tant chaque année de sa jeune existence a apporté son lot d'évolutions. 2008 restera cependant comme celle d'un certain nombre de basculements, de la gestion collective vers la gestion dédiée et des actions vers les produits de taux. Le principal enseignement reste le suivant : l'ISR devient une valeur refuge en ces temps mouvementés.

Dans un contexte général caractérisé par la baisse des marchés et une crise de confiance qui s'est traduite par des décollectes importantes en gestion traditionnelle, l'ISR poursuit sa croissance et avoisine les 30 milliards d'euros à fin 2008 (+37% par rapport à 2007). Il a, entre autres, profité de l'arrivée de nouveaux investisseurs institutionnels, attendus depuis les initiatives du FRR et de l'ERAFP. L'épargne salariale ISR n'est pas en reste, et représente désormais 8% du total de l'épargne salariale diversifiée. Seul parent pauvre de cette embellie, les investisseurs particuliers, hors épargne salariale, sont la seule catégorie dont les encours baissent.

La structure du marché a changé en 2008 : les investisseurs institutionnels étant plus amateurs d'ISR « sur mesure » destiné à adapter leurs investissements à leurs convictions, la gestion dédiée devient pour la première fois majoritaire par rapport à la gestion collective. Ce phénomène, pressenti par Novethic dès l'année dernière, a toutefois pris une ampleur plus marquée que prévue.

Autre changement plus conjoncturel, celui des classes d'actifs dominantes. Alors que l'ISR a toujours été une affaire d'actions, l'obligataire et le monétaire profitent de leur plus faible exposition au risque et de la chute des marchés actions pour devenir majoritaires. Cette domination fraîchement acquise des produits de taux pose néanmoins des questions en matière d'évaluation extra-financière et de sélectivité. Comment sont évalués les principaux émetteurs de produits de taux que sont les États, les financières non cotées ou encore les entreprises publiques ? Quelles questions politiques leur analyse soulève-t-elle, et quelle sélectivité peut-on attendre des fonds investis en obligations d'États de la zone euro, qui sont tous conformes à des exigences assez strictes ?

Toutes ces observations prouvent en tout cas que le marché change. D'autant plus que les démarches d'intégration ESG, qui consistent à prendre en compte des critères extra-financiers dans l'ensemble de la gestion mais de façon moins systématique, se répandent et se diversifient, favorisées par différents facteurs : effet crise, prise de conscience ou influence des Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies.

Synthèse

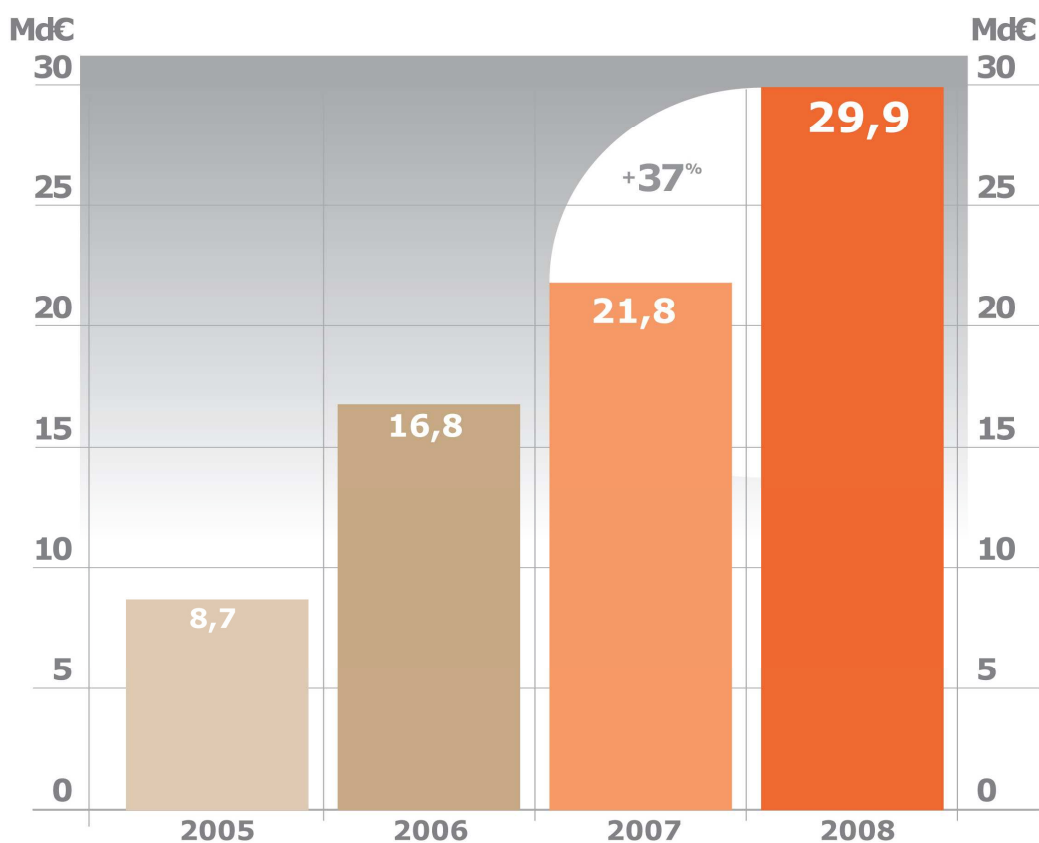
Les données globales

Forte croissance du marché ISR de la clientèle française

Entre fin 2007 et fin 2008, le marché ISR des résidents français est passé de 22 milliards d'euros à près de 30 milliards d'euros, soit une croissance de +37%, supérieure à celle de l'année précédente (+30%). Cette croissance est due à de nouvelles collectes, à la conversion de grands fonds classiques à l'ISR, essentiellement monétaires, à de nouveaux mandats institutionnels ainsi qu'à l'augmentation des actifs gérés en interne. Ainsi, l'effet de marché négatif sur les actions (-44,2% pour le DJ Eurostoxx 50 sur l'année 2008) n'a pas suffi à mettre en péril la montée en puissance de l'ISR. À titre de comparaison, l'Association Française de Gestion Financière (AFG) a noté une baisse de -11% des encours sous gestion en France entre 2007 et 2008, à 2360 milliards d'euros, avec une décollecte de 45 milliards d'euros sur la seule gestion collective.

L'ISR confirme ainsi son statut de valeur refuge : la croissance des encours ISR témoigne d'un niveau de confiance accru de la part des investisseurs envers les approches qui combinent les dimensions financière et extra-financière, et ce, malgré des performances vraisemblablement en ligne avec celles des produits non ISR comparables.

Évolution des encours ISR sur le marché français



(Source : Novethic)

Basculement du marché vers la gestion dédiée

TABLEAU 1 - Répartition des encours ISR par type de gestion

		Mds €	2006	2007	2008	2007-08
Gestion Collective	Particuliers		3,9	4,6	4,0	-13%
	Institutionnels		5,0	5,8	7,1	+21%
	Épargne salariale		1,1	1,4	2,5	+78%
	Sous-total		10,0	11,8	13,5	+14%
Gestion Dédinée	Institutionnels (gestion déléguée)		3,0	4,8	6,7	+39%
	Institutionnels (gestion interne)		2,7	4,1	8,9	+119%
	Épargne salariale		1,0	1,2	0,9	-26%
	Sous-total		6,8	10,0	16,4	+64%
Total			16,8	21,8	29,9	+37%

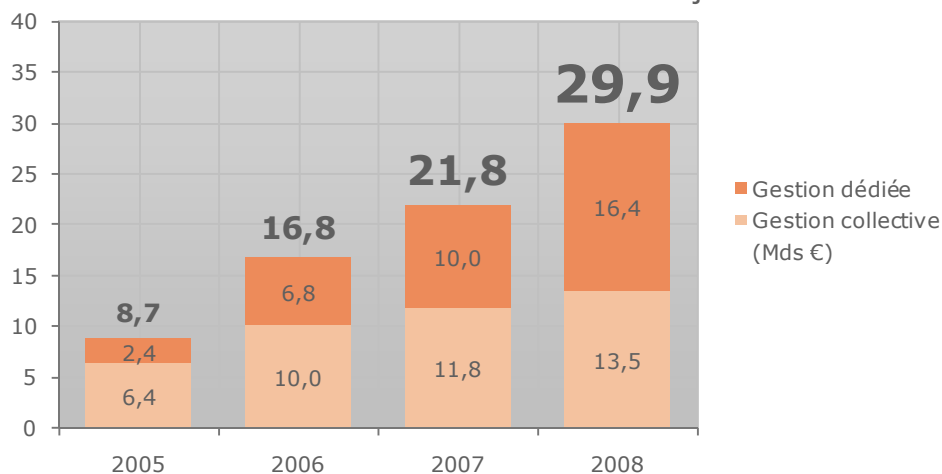
(Source : Novethic)

Pour la première fois depuis que Novethic publie des statistiques, la gestion dédiée passe devant la gestion collective, à la faveur d'une croissance beaucoup plus forte (+64% contre +14%) due à la mise en place de nouveaux mandats de gestion ISR déléguée mais surtout au choix d'Agrica Épargne de convertir à l'ISR plus de 3 milliards d'euros gérés en interne. La gestion ISR interne devient ainsi très significative puisqu'elle représente à présent 30% du marché ISR total.

Le basculement de la structure du marché vers la gestion dédiée, pressenti l'année dernière, reflète la volonté des investisseurs institutionnels de s'approprier les approches extra-financières en ayant recours à de l'ISR "sur mesure". Cette tendance devrait par ailleurs se confirmer à l'avenir.

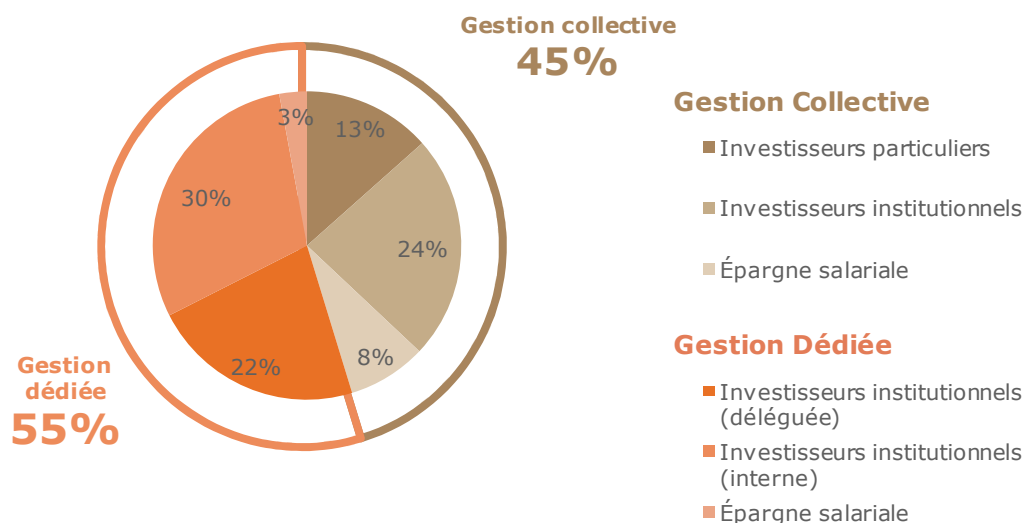
La croissance des encours en gestion collective, malgré un effet de marché très négatif sur les actions, s'explique grâce une collecte importante de 2 milliards d'euros, ainsi que par la conversion de grands fonds monétaires existants à l'ISR. Au moment de leur conversion à l'ISR, ces fonds pesaient 3,2 milliards d'euros, et ils ont continué à croître pour finir l'année à 4,1 milliards d'euros. L'ampleur de la collecte est l'un des signes les plus manifestes du fait que l'ISR apparait aux investisseurs comme une valeur refuge.

Évolution de la répartition par type de gestion des encours ISR sur le marché français



(Source : Novethic)

Répartition des encours ISR par type de gestion (au 31/12/2008)



(Source : Novethic)

Investisseurs particuliers et institutionnels : l'écart se creuse

TABLEAU 2 - Répartition des encours ISR par type d'investisseurs

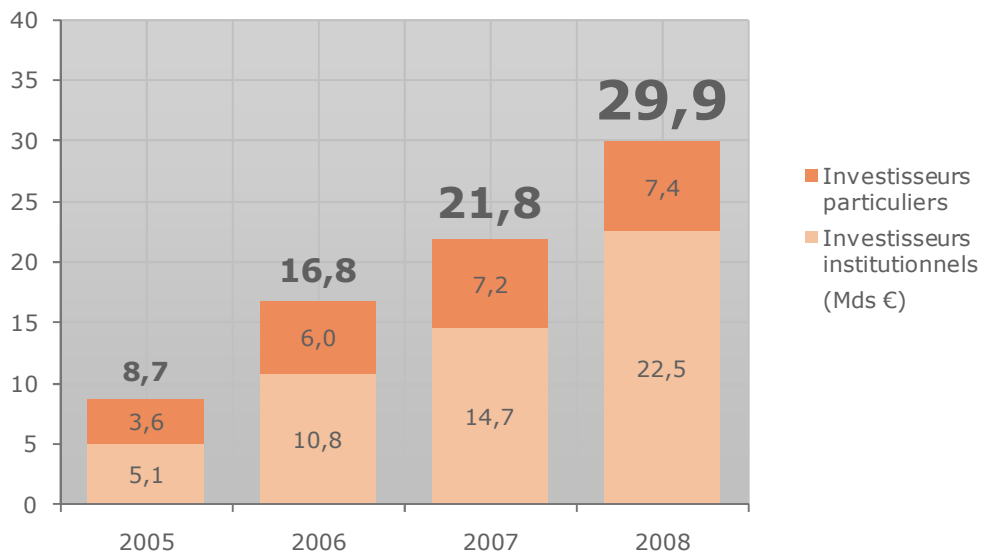
		Mds €	2006	2007	2008	2007-08
Investisseurs Institutionnels	Gestion collective		5,0	5,8	7,1	+21%
	Gestion déléguée		3,0	4,8	6,7	+39%
	Gestion interne		2,7	4,1	8,9	+119%
	Sous-total		10,8	14,7	22,5	+54%
Investisseurs Particuliers	Gestion collective		3,9	4,6	4,0	-13%
	Épargne salariale		2,1	2,5	3,3	+31%
	Sous-total		6,0	7,2	7,4	+3%
Total			16,8	21,8	29,9	+37%

(Source : Novethic)

Le marché français de l'ISR se distinguait depuis quelques années de la plupart des marchés européens par la part relativement importante de la clientèle de particuliers. Mais ce segment de marché perd pied, sa part passant d'un tiers à fin 2007 à un quart fin 2008. La chute aurait même pu être plus marquée sans la bonne tenue de l'épargne salariale ISR ; le marché des particuliers sur les fonds ISR ouverts reste lui plutôt atone. Dans l'ensemble, l'effet collecte a tout juste permis de compenser la baisse des marchés, ce qui conduit à une certaine stabilité (+3%).

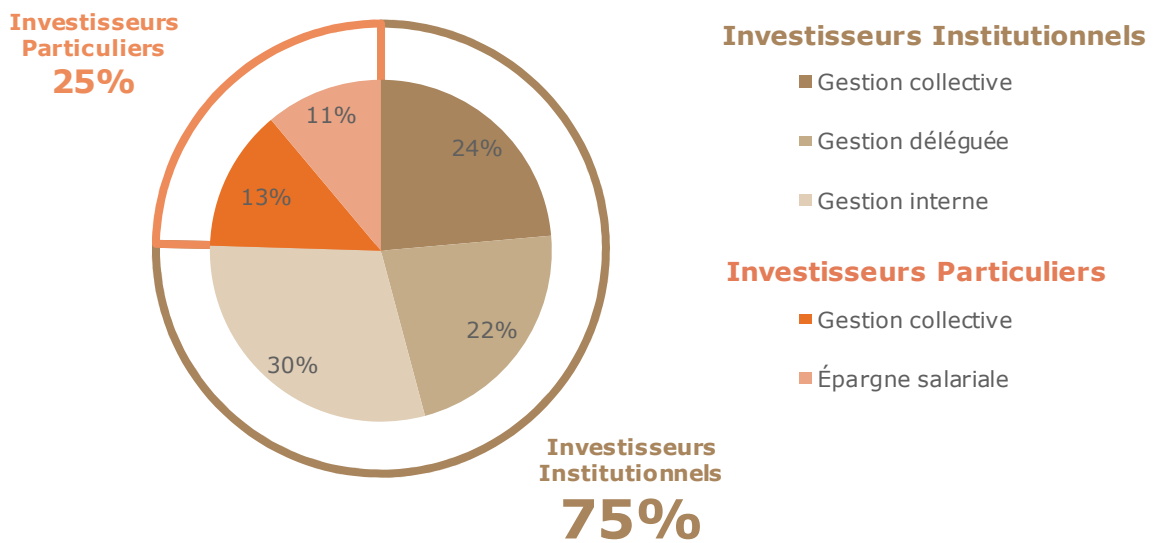
Ceci est à mettre en regard d'une forte hausse de +54% pour la clientèle institutionnelle, qui a capté une partie significative de la croissance due aux fonds monétaires, ainsi que de nouveaux mandats de gestion et l'arrivée d'Agrica en gestion interne. Ainsi, les institutionnels, attendus depuis les initiatives du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) en 2004 et de l'Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP) en 2005, commencent enfin à répondre présents et portent l'essentiel du dynamisme de l'ISR français.

Évolution de la répartition par type de clientèle des encours ISR sur le marché français



(Source : Novethic)

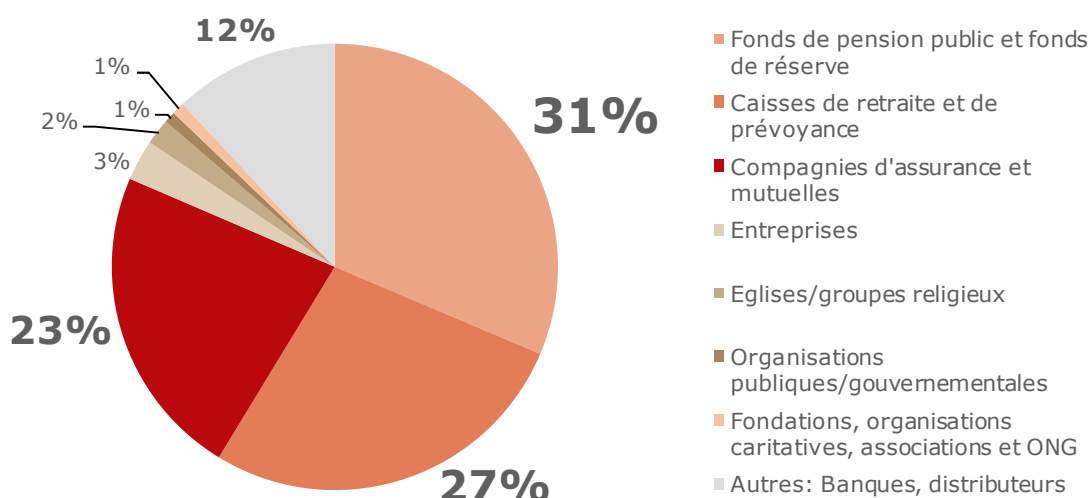
Répartition des encours ISR par type de clientèle (au 31/12/2008)



(Source : Novethic)

Caractérisation des encours

Gestion ISR - Répartition des encours des clients français par type d'institutionnels (31/12/2008)

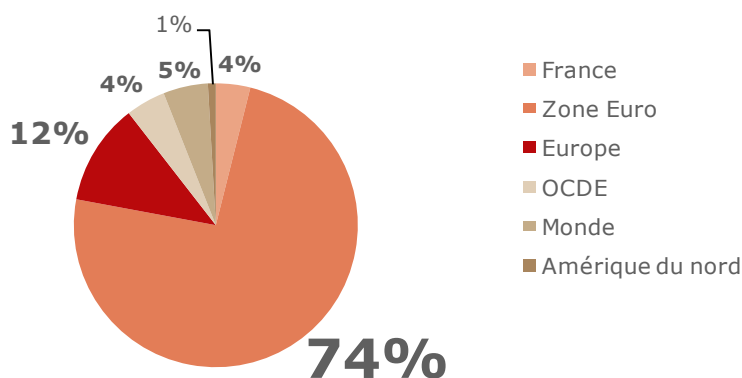


(Source : Novethic)

Les principaux investisseurs institutionnels en ISR sont de grands investisseurs de long terme (fonds de pension public et fonds de réserve, caisses de retraite et de prévoyance, et compagnies d'assurance et mutuelles). Ces trois catégories représentent plus de 80% des encours institutionnels. Les acteurs historiques de l'ISR que sont les églises, groupes religieux et les fondations caritatives, ne représentent plus que 3% du marché, non pas parce qu'ils se sont détournés de l'ISR, mais parce que leurs actifs ne sont pas comparables à ceux des très grands institutionnels cités plus haut.

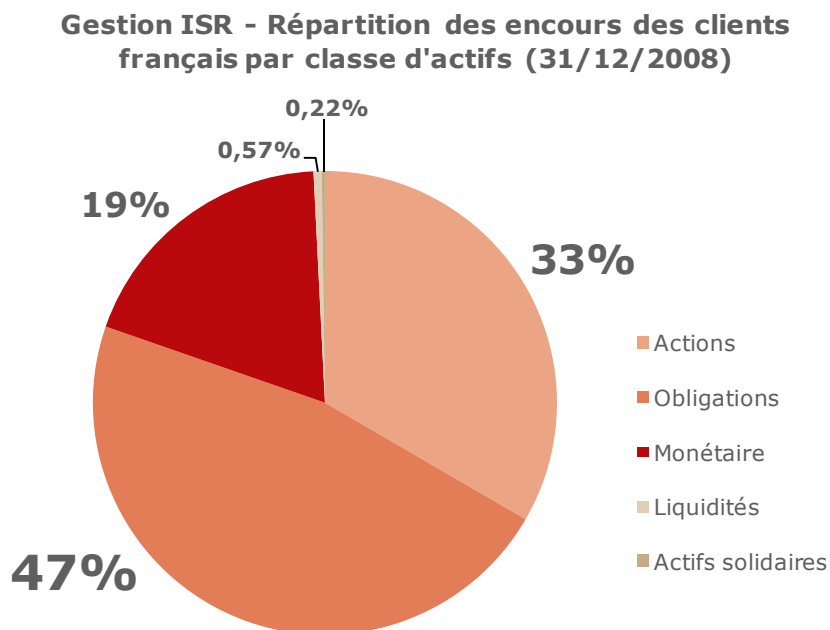
À titre de comparaison, au Royaume-Uni, ils constituent toujours la première catégorie en termes d'encours ISR détenus, selon l'association locale de promotion de l'ISR (UKSIF). Le constat est le même dans d'autres pays européens comme l'Allemagne ou l'Autriche, mais ce n'est pas le cas en Belgique ou aux Pays-Bas par exemple, d'après l'étude d'Eurosif analysant les principaux marchés européens de l'ISR à fin 2007.

Gestion ISR - Répartition des encours des clients français par zone géographique (31/12/2008)



(Source : Novethic)

La clientèle française de l'ISR est très majoritairement investie sur la zone euro (73%). En regardant les parts des autres zones, on constate que les pays européens concentrent l'essentiel des investissements.

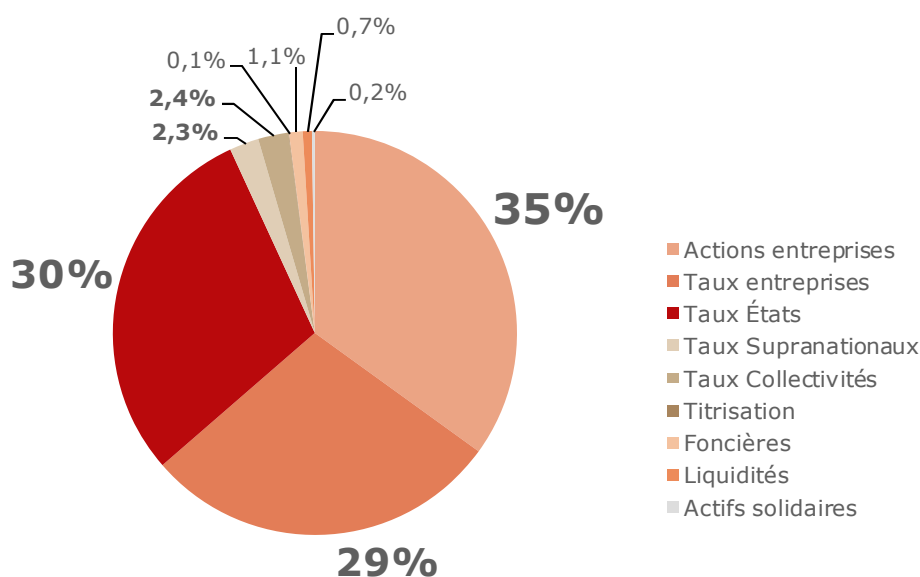


(Source : Novethic)

Sur ce graphique, les fonds ont été ventilés selon les différentes classes d'actifs dans lesquelles ils sont investis, et non uniquement sur leur classe d'actifs dominante ; une catégorie « diversifié » n'a donc pas lieu d'être.

Par rapport à 2007, où les actions (51%) et les obligations (43%) constituaient l'essentiel des actifs, on constate que la montée en puissance du monétaire s'est faite aux dépens des actions, du fait de la piètre performance financière de ces dernières. Pourtant, les montants des collectes ont été comparables pour les fonds ISR ouverts monétaires et actions. Au-delà des proportions relatives de chaque classe d'actifs, les encours actions ont baissé de -10%, alors que les obligations ont crû de +50% et que le monétaire a plus que quadruplé, notamment grâce à la conversion de quelques grands fonds.

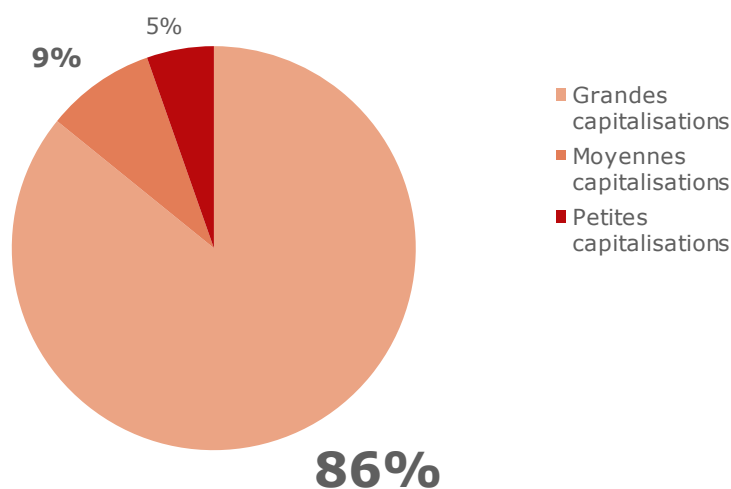
Gestion ISR - Répartition des encours des clients français par type d'émetteur (31/12/2008)



(Source : Novethic)

En dehors des entreprises et des États, on trouve peu d'autres émetteurs de taux. Il est probable que ceci soit lié à des lacunes en termes de couverture de ces émetteurs par la recherche extra-financière, ce qui remet à l'ordre du jour la quadrature du cercle qui a caractérisé le début de l'ISR actions, entre investisseurs réclamant une couverture toujours plus large et agences de notation attendant des moyens pour le faire. Par ailleurs, l'importance des émetteurs souverains soulève la question de la sélectivité des fonds obligataires investis dans ces émetteurs, étant donné la dimension politique et diplomatique que leur évaluation et leur exclusion peuvent revêtir.

Gestion ISR - Répartition des encours actions des clients français par taille d'entreprise (31/12/2008)

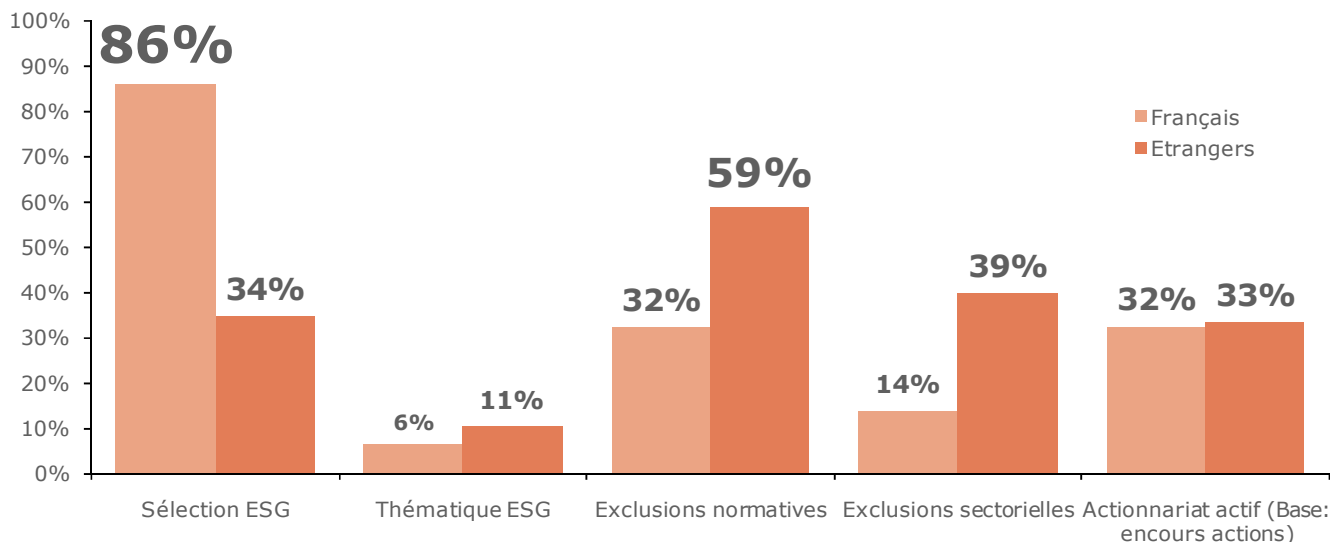


(Source : Novethic)

L'investissement dans les petites et moyennes capitalisations reste modeste mais commence à exister au sein de l'univers ISR. Les raisons de cette amorce pourraient être

d'une part un début de couverture de cet univers par les équipes d'analystes ISR internes ou par les agences spécialisées, et d'autre part la multiplication de fonds thématiques ou de poches thématiques au sein de fonds plus classiques. Néanmoins, le segment des moyennes capitalisations a particulièrement souffert en 2007-2008, ce qui a pu freiner leur croissance relative dans les encours ISR.

Stratégies ISR adoptées
Base: encours totaux (31/12/2008)



(Source : Novethic)

Les sociétés de gestion interrogées ont également répondu au questionnaire de l'enquête pour leur clientèle non française, ce qui permet d'effectuer une comparaison entre les caractéristiques des encours "français" et "étrangers". Concernant la stratégie ISR adoptée, le schéma classique, qui consacre la préférence des clients français pour la sélection ESG sous ses différentes formes et celle des clients étrangers pour les approches d'exclusion, a été respecté. On observe cependant une percée des exclusions dans le cas de la clientèle française, avec 32% des encours concernés par des exclusions normatives. On notera également une chute par rapport à 2007 de l'actionnariat actif, qui passe de près de 100% à 32 % pour les clients français ; le concept est mieux défini et mieux compris, et les sociétés de gestion le confondent moins fréquemment avec le simple exercice du droit de vote ou un dialogue non ciblé.

Les segments de marché

Croissance encore modeste de la gestion collective ouverte

Par « gestion collective ouverte », on entend les FCP et SICAV ISR ouverts à tout type de clientèle. Cela exclut les gammes d'épargne salariale (FCPE) qui, bien qu'en gestion collective, ne sont pas ouvertes à une clientèle autre que celle des salariés d'entreprise. Nous avons également choisi de retirer l'épargne salariale investie directement dans des fonds ouverts (1 milliard d'euros), celle-ci étant prise en compte dans la partie suivante et concernant un type de clientèle spécifique. Par conséquent, les montants présentés dans la suite ne correspondent pas à la partie « gestion collective » du Tableau 1.

La gestion collective ouverte définie ainsi s'établit donc à 11,1 Md€, soit une hausse de +6% par rapport à 2007 (10,5 Md€). Les encours des investisseurs institutionnels, qui ont crû de +21%, alors que ceux des particuliers décroissent de -13%, représentent 64% de ce total, contre 36% pour les particuliers. L'écart se creuse ainsi sensiblement par rapport aux trois dernières années, aux cours desquelles les particuliers avaient réussi à se maintenir autour de 44% des encours.

Les fonds ISR actions ont subi une importante baisse de marché, de l'ordre de 2,7 milliards d'euros, devant laquelle l'apport de la performance des autres classes d'actifs est négligeable. Il faut ajouter à cela le changement de gestion de certains fonds, qui ne sont désormais plus ISR, et qui pesaient 0,9 milliards d'euros à fin 2007. Cependant, la conversion à l'ISR de plusieurs fonds monétaires pour 3,2 milliards d'euros, conjuguée à une collecte de 1 milliard d'euros (2 milliards si on compte l'épargne salariale investie dans des fonds ouverts), a permis au segment de la gestion collective ouverte de voir ses encours augmenter.

Il convient de noter que cette collecte n'est pas cantonnée aux fonds obligataires et monétaires, mais concerne de façon significative les fonds actions (45% de la collecte, soit 0,9 milliards d'euros), alors même que leur performance n'était pas forcément supérieure à celle du marché actions lui-même très chahuté.

Concernant les approches ISR, la sélection ESG fait toujours l'unanimité avec 87% des encours français, mais tend à se diversifier selon les spécificités des sociétés de gestion : best-in-class, mais aussi best effort et best-in-universe se côtoient (*voir glossaire*). L'approche thématique est en recul avec seulement 11% des encours, ce qui peut s'expliquer par la baisse de la part des fonds ISR investis en actions et les difficultés boursières des secteurs environnementaux, très demandeurs de capitaux et de crédit. Les exclusions restent minoritaires, qu'elles soient normatives (18%) ou sectorielles (27%). L'actionnariat actif baisse lui à 32%, mais ce chiffre reste à prendre avec prudence car le concept d'actionnariat actif est sujet à interprétation.

Montée en puissance de l'ISR dans l'épargne salariale

Pour caractériser l'épargne salariale ISR, on comptera également les encours investis dans des FCP et SICAV ouverts (1 Md€).

De 2,5 Md€ en 2007, l'épargne salariale ISR augmente significativement pour s'établir à 3,3 Md€ (+31%). La croissance de l'épargne salariale en gestion collective (FCP et FCPE ouverts) a compensé la baisse des encours en gestion dédiée, qui concerne notamment un mandat très important. Signe de ce dynamisme, la part de l'ISR dans l'épargne

salariale globale diversifiée¹ (hors actionnariat salarié) est passée en un an de 5,7% à 8%.

L'approche ISR dominante reste ici la sélection ESG (75%), avec parfois certains biais vers le pilier social. Comme en 2007, les exclusions normatives sont quasiment absentes (6%), mais les exclusions sectorielles (23%) sont tirées vers le haut par les FCP ouverts.

La gestion dédiée, locomotive de la croissance du marché

La gestion dédiée (déléguée et interne, hors épargne salariale) affiche une croissance importante de +76%, pour s'établir à 15,5 Md€ contre 8,8 fin 2007. Aux nouveaux mandats en gestion déléguée, qui passe de 4.8 à 6.7 Md€ (+37%), s'ajoute le choix d'Agrica de convertir plus de 3 Md€ en gestion interne à l'ISR. Cela contribue à faire plus que doubler la gestion ISR interne, qui passe de 4.1 à 8.9 Md€ (+119%)

Fonds de pension et de réserve, caisses de retraite et de prévoyance, et compagnies d'assurance et mutuelles constituent l'essentiel des encours institutionnels en gestion ISR dédiée. Les groupes religieux et organisations caritatives, clients institutionnels historiques de l'ISR, voient leur part se réduire encore, passant de 4 à 3%.

Les actifs sont investis quasi exclusivement dans la zone euro (90%), et sont très majoritairement des obligations (71%), émises aux deux tiers par des États. Les actions ne représentent que 24 % du total. À titre comparatif, les encours des clients étrangers sont plutôt investis en actions (57%) et sur la zone Europe (83%).

Concernant les stratégies ISR, si la sélection ESG reste omniprésente, les exclusions normatives sont plus importantes qu'en gestion collective puisqu'elles sont mises en œuvre pour 48% des encours. Les exclusions sectorielles sont en revanche quasi inexistantes (3%), ce qui est une caractéristique de l'approche ISR « à la française » et se recoupe avec la part très restreinte des églises dans l'encours global, qui font partie des rares clients formulant des exigences d'exclusions éthiques.

L'actionnariat actif, tributaire d'une demande précise de la part des institutionnels, concerne tout de même le tiers des encours actions. Il arrive que les gérants et les investisseurs se renvoient la balle : les sociétés de gestion mentionnent qu'elles ne peuvent pratiquer d'engagement faute de mandat des institutionnels, et ceux-ci déclarent parfois que ce type d'exercice reste du ressort des gérants...

Des leaders qui se détachent

En tête des encours ISR sous gestion sur le marché français, on retrouve quasiment les mêmes acteurs que l'année dernière, par ordre alphabétique : Allianz Global Investors France, BNP Paribas Investment Partners, Crédit Agricole Asset Management Group (CAAM, IDEAM et CPR AM), Dexia Asset Management et Natixis Asset Management, auxquels s'ajoute Société Générale Asset Management. Chaque membre de ce « club des six » gère plus d'1,5 milliards d'euros pour des clients français, sachant que la présence d'importants fonds monétaires n'est pas étrangère à cette domination. Le seuil choisi est supérieur de 50% à celui d'1 milliard d'euros retenu l'année dernière.

¹ 41,4 milliards d'euros à fin 2008, d'après l'AFG (Association Française de Gestion Financière). Avec 30 milliards d'euros en actionnariat salarié, l'épargne salariale totale s'établit à 71,4 milliards d'euros.

Les démarches d'intégration ESG

Outre les fonds qualifiables d'ISR structurés, un nombre croissant de sociétés de gestion utilisent à présent l'éclairage nouveau apporté par la gestion ISR dans le cadre de leur gestion traditionnelle, mais avec des contraintes assouplies ou une prise en compte circonstanciée des enjeux ESG. De leur côté, de plus en plus d'investisseurs institutionnels mettent en œuvre des initiatives en ligne avec les recommandations issues des PRI (Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies), ou destinées à se prémunir de risques de réputation comme les violations des droits de l'homme voire de risques extra-financiers jugés incontournables comme le changement climatique. Ces démarches, que l'on qualifie d'intégration ESG ou de mainstreaming des enjeux extra-financiers, portent fréquemment sur des encours considérables, puisqu'elles peuvent être implémentées pour l'ensemble d'une gestion d'actifs et non limitées à quelques fonds. Il est cependant délicat de chiffrer la portée de ces pratiques, étant donné qu'elles peuvent impacter des encours importants, mais qu'à contrario, elles ne s'appliquent pas de façon systématique. Ceci nous conduit à présenter ici les démarches recensées une à une, plutôt que de tenter d'en déduire un chiffre global pour l'intégration ESG.

Pratiques recensées² :

- **Exclusions normatives** : ces pratiques n'ont pas un impact majeur en termes d'univers d'investissement, puisqu'il s'agit d'exclure les titres issus d'émetteurs dont les pratiques controversées sont avérées. Elles sont dès lors aisément applicables à des gestions traditionnelles, et représentent aujourd'hui 3,9 Md€. Ces pratiques sont jusqu'ici plutôt le fait d'acteurs étrangers qui vraisemblablement veulent se prémunir de certaines formes de risques réputationnels.
- **Exclusions sur l'armement** : deux formes d'exclusions à la croisée de l'exclusion normative et de l'exclusion sectorielle sont aujourd'hui de plus en plus largement mises en œuvre : suite à la Convention d'Ottawa et au processus d'Oslo, il apparaît que de nombreux investisseurs excluent de leur univers global d'investissement toutes les entreprises actives dans la production ou la distribution de mines antipersonnel (MAP) et de bombes à sous-munitions (BASM). Les actifs concernés n'ont pas été divulgués par tous les acteurs impliqués, mais ils dépassent vraisemblablement le milliard de milliards d'euros.
- **Mise à disposition d'analyse ESG pour les gérants non ISR** : cela représente près de 1300 Md€. Pour certains répondants, de telles analyses se doivent d'être plutôt qualitatives (synthèses d'analyses rédigées, fréquemment sectorielles). Pour d'autres, elles sont plutôt quantitatives (rating ESG), mais pour la plupart d'entre eux, les deux dimensions sont mises en avant. Des outils de type base de données (dédiée ou intégrée) sont de plus en plus fréquemment proposés aux gérants mainstream. Par ailleurs, il est intéressant de noter que les analyses transmises aux gérants mainstream se font avec un accent fort porté sur l'articulation entre

² Outre l'intégration ESG ici décrite, deux types de pratiques entrent dans le cadre de l'investissement responsable au sens élargi (Broad SRI) tel que défini par Eurosif. Il s'agit de pratiques d'engagement ou d'exclusion simple (*voir glossaire*). Nous n'avons pas recensé ici ces stratégies, quasiment absentes en France.

dimensions financière et ESG, ce qui valorise le travail des équipes de recherche internes au-delà des ratings et des analyses globales proposées par les agences de notation spécialisées. La sensibilisation et la formation des gérants mainstream aux enjeux extra-financiers sont également mises en avant par plusieurs acteurs, qui n'y associent pas forcément de chiffres. Pour certains acteurs, l'analyse ESG ou la note correspondante commencent à être intégrées de façon minoritaire mais systématique dans l'analyse globale des titres. Enfin, l'accès à de l'analyse extra-financière peut se traduire concrètement chez certains investisseurs par des questions complémentaires posées aux émetteurs lors de rencontres ou un engagement pris de favoriser les titres les mieux notés d'un point de vue ESG à perspectives financières équivalentes. En tous les cas, on demeure ici dans des démarches très rarement accompagnées du suivi de leur prise en compte effective par les gestions, ce qui est inhérent à la démarche d'intégration, à la différence de l'ISR « structuré ».

- **Échanges entre équipes ISR et équipes financières** (lors de comités d'investissement périodiques) : ils se démocratisent également, bien qu'il soit difficile d'y associer des volumes d'actifs. Ceci est pratiqué par plus d'une vingtaine de sociétés de gestion et investisseurs institutionnels. Notons d'ailleurs que si pour la plupart des maisons, les gérants ISR et les gérants traditionnels restent distincts, dans plusieurs d'entre elles, les équipes d'analyse financière et ISR sont à présent regroupées au sein d'un même département. Enfin, même si l'on peut arguer que de telles pratiques n'ont aucun impact direct sur les gestions de fonds, leur intérêt certain est de l'ordre de la sensibilisation des acteurs financiers.
- **Mesures ESG ex-post de portefeuilles non ISR** : les encours associés à ces pratiques diffèrent selon qu'il s'agisse de mesures ESG globales (150 Md€ sont alors concernés), ou de la mesure d'indicateurs spécifiques comme les émissions de gaz à effet de serre (3 Md€ seulement sont concernés). Ici encore, plusieurs acteurs en font mention sans y associer de chiffres. Ces mesures n'affectent pas la gestion dans un premier temps, mais elles peuvent amener par la suite les gérants à rechercher une amélioration de la note ESG, notamment en limitant la pondération des positions associées à de mauvaises notes (synonymes de risques ESG). Cependant, la motivation de telles pratiques reste fréquemment « sur demande des clients », demande qui tend visiblement à se développer.

L'analyse de détail de ces pratiques présente des démarches concrètes qui commencent à faire leur entrée au sein de la gestion financière à une échelle plus large. Il est également intéressant de constater que certains gérants et institutionnels cumulent plusieurs d'entre elles, ce qui peut tendre à les rapprocher de gestions ISR structurées. Dans les sociétés de gestion, de telles pratiques de mainstreaming, bien loin de concurrencer le marché ISR, devraient continuer de contribuer à son développement. En effet, les deux approches se nourrissent mutuellement : l'ISR sert souvent de département R&D pour le mainstream. Pour les investisseurs institutionnels, l'intégration ESG est un moyen de commencer à s'intéresser à des enjeux jusqu'ici cantonnés aux stricts fonds ISR, avec la prise de conscience de l'intérêt d'une réelle culture extra-financière en complément de l'analyse de risques et opportunités financiers traditionnelle. Enfin, il est aujourd'hui incontestable que les PRI, signés à ce jour par plus de 400 acteurs financiers qui représentent près de 15 000 milliards d'euros sous gestion à l'échelle internationale, jouent un rôle de premier plan dans cette prise de conscience.

Méthodologie et panel de l'étude

L'étude a été réalisée à partir de la collecte d'informations recueillies par un questionnaire adressé aux sociétés de gestion proposant une offre d'OPCVM ISR sur le marché français ou identifiées comme engagées dans la gestion dédiée ISR pour le compte d'institutionnels français. Ce travail est le résultat de l'analyse de leurs réponses.

Le questionnaire a été adressé à 63 sociétés de gestion commercialisant des OPCVM ISR sur le marché français et/ou identifiées comme présentes sur le marché de la gestion dédiée ISR. Par ailleurs, le questionnaire a été envoyé à 5 grands investisseurs institutionnels pratiquant une gestion interne ou ayant accordé des mandats de gestion prenant en compte des principes ISR.

59 sociétés de gestion, ainsi que les 5 investisseurs institutionnels, ont accepté de répondre à cette enquête.

Sociétés de gestion ayant accepté de participer à l'enquête Novethic :

AGICAM	Financière de l'Échiquier	Natixis AM
Alcyone Finance	First State Investments	OFI AM
Allianz Global Investors France	Fongepar Gestion Financière (CNP)	Orsay Gestion
Alto Invest	Fortis Investments	Palatine AM
Aviva Investors	Fundlogic (Morgan Stanley)	Petercam
AXA Investment Managers	Groupama AM	Phitrust Active Investors
Barclays Wealth Managers	Henderson GI	Pictet AM
BFT Gestion	HSBC Global AM (France)	Pioneer Investments
BNP Paribas AM	ING IM	Prado Épargne
CCR AM	Inter Expansion (groupe Ionis)	ProBTP Finance
CM-CIC AM	JP Morgan AM	Quilvest Gestion Privée
COGEFI Gestion	La Banque Postale AM	Raymond James AM International
Covea Finance	La Financière Responsable	Robeco SAM
Credit Agricole AM Group	Lazard Frères Gestion	Sarasin AM (France)
Dexia AM	Living Planet FMC S.A.	Société Générale AM + Étoile Gestion
DWS	LODH	Sparinvest
Ecofi Investissements	MACIF Gestion	State Street Global Advisors
Federal Finance	Mandarine Gestion	Swiss Life AM France
Fédéris Gestion d'Actifs	Meeschaert Gestion Privée	UBS Global AM
Financière de Champlain	Metropole Gestion	

Ce taux de réponse élevé donne à l'étude une exhaustivité proche de 100% du marché en termes d'encours en gestion collective. En effet, Novethic dispose de suffisamment de données pour estimer que les acteurs n'ayant pas répondu ne représentent pas plus de quelques millions d'euros sur le marché ISR de la clientèle française.

Investisseurs institutionnels ayant accepté de participer à l'enquête Novethic :

Il s'agit des cinq acteurs français identifiés comme les plus impliqués à ce jour : la Caisse des Dépôts (CDC), l'Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP), le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), auxquels s'ajoutent cette année

le groupe Agrica ainsi que BNP Paribas Assurance. Les données sur la gestion dédiée d'autres investisseurs institutionnels ont toutefois été obtenues par les sociétés de gestion chargées de leurs mandats (sans identification nominale de leurs clients).

Questionnaire et traitement des données

À chaque répondant, il a été demandé de ventiler ses encours ISR selon leurs caractéristiques (classes d'actifs, zones d'investissement, types d'émetteurs, stratégies ISR), et de distinguer les souscripteurs par type (particuliers, banque privée, épargne salariale et institutionnels) en identifiant les résidents français par rapport aux résidents étrangers. Par ces termes, on désigne un souscripteur installé ou non en France, ce qui permet d'avoir une appréciation juste du marché ISR français. On pourra également parler dans cette étude de clientèle française et de clientèle étrangère, étant entendu que la distinction se fait sur le pays de résidence et non sur la nationalité. Sauf mention du contraire, les données de cette étude concernent uniquement la clientèle française.

Les réponses au questionnaire ont été traitées de manière strictement confidentielle, la plupart des sociétés de gestion ne souhaitant pas divulguer publiquement les informations communiquées, notamment celles sur la gestion dédiée à leur clientèle.

Le calcul de la collecte sur les fonds ouverts s'est appuyé sur les données de Morningstar. Il a porté sur plus de 95% des fonds distribués en France, en se restreignant à la partie investie par des clients français. Pour chaque fonds, ont été calculés l'écart entre l'actif total à fin 2007 et à fin 2008, et la part de cet écart due aux effets de marché (en multipliant la performance financière annualisée par l'actif à fin 2007). L'autre part de cet écart a été considéré comme de la collecte ou de la décollecte. Ce calcul est approximatif et ne tient pas compte de certains facteurs comme les performances des souscriptions effectuées durant l'année, ou encore les dividendes réinvestis, mais le centre de recherche ISR de Novethic le juge suffisamment représentatif pour en tirer les conclusions présentées dans cette étude.

Glossaire

Stratégie ISR

Stratégie de gestion prenant en compte systématiquement des critères extra-financiers, dits ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance), pour déterminer le choix des valeurs composant le portefeuille et adopter des approches d'actionnariat actif sur ces enjeux.

Intégration ESG ou Mainstreaming

Prise en compte dans la gestion d'actifs globale (« Mainstream ») des enjeux ESG à un degré variable, mais sans que cela se traduise par un impact systématique sur la sélection des titres en portefeuille.

Core ISR et Broad ISR

Ces appellations sont celles d'Eurosif, association européenne de promotion de l'ISR. Le Core ISR correspond à la stratégie ISR, et le Broad ISR à l'intégration ESG.

Sélection ESG

Stratégie ISR basée sur la sélection ou la pondération des émetteurs. Elle s'appuie sur l'analyse des pratiques ESG des émetteurs selon diverses sources d'informations : agences de notation extra-financière, ONG, brokers, veille informationnelle, ainsi que de l'analyse en interne par une équipe dédiée, qui peut mener des rencontres avec les émetteurs. La sélection ESG peut revêtir plusieurs formes : best-in-class, best-in-universe ou encore best effort.

Best-in-class

Type de sélection ESG consistant à privilégier les émetteurs les mieux notés au sein de leur secteur d'activité.

Best-in-universe

Type de sélection ESG consistant à privilégier les émetteurs les mieux notés indépendamment de leur secteur d'activité.

Best effort

Type de sélection ESG consistant à privilégier les émetteurs démontrant des efforts d'amélioration de leurs pratiques ESG.

Exclusions normatives

Exclusion des émetteurs en violation avec des normes et conventions internationalement reconnues. Les référentiels les plus communs sont les dix principes du Global Compact des Nations Unies, répartis en quatre catégories (droits de l'homme, droit du travail, environnement, lutte contre la corruption), les conventions fondamentales de l'Organisation Internationale du Travail (OIT) concernant notamment le travail des enfants, la Déclaration Universelle des Droits de l'Homme (DUDH), ainsi que certaines

pratiques comme la responsabilité dans des catastrophes environnementales ou l'expérimentation animale.

Exclusions sectorielles

Exclusion des entreprises tirant une part de leur chiffre d'affaires d'activités controversées, comme l'alcool, le tabac, l'armement, les jeux d'argent, la pornographie, etc. Les exclusions sectorielles sont souvent sujettes à des spécificités culturelles ; elles sont par exemple assez rares en France, voire inexistantes dans le cas du nucléaire.

Cette approche seule n'est pas, selon Novethic, assimilable à de l'ISR stricto sensu, dans la mesure où les émetteurs ne sont pas analysés sur leurs pratiques ESG. Pour pouvoir parler de gestion ISR, elle doit donc être combinée à d'autres approches systématiques du type sélection ESG, exclusions normatives ou actionnariat actif.

Exclusions éthiques

Ce terme désigne généralement les exclusions sectorielles (*voir ci-dessus*), car les activités proscrites sont jugées contraires à l'éthique.

Thématique ESG

L'approche thématique ESG consiste à choisir des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs liés au développement durable, par exemple : les énergies renouvelables, l'eau, la santé, ou plus généralement le changement climatique, l'efficacité, le vieillissement de la population. Les entreprises peuvent être éligibles si la part de leur chiffre d'affaires tirée du secteur d'activité est au-dessus d'un certain seuil, ou si elles sont en position dominante sur le marché en question.

L'approche thématique ou sectorielle ESG peut concerner l'ensemble d'un fonds ou se limiter à une poche de l'actif total. Elle peut également conduire, lorsqu'elle est combinée à une approche de sélection ESG, à une surpondération d'un pilier (généralement l'environnement ou le social selon la thématique retenue) par rapport aux deux autres.

À l'instar des exclusions sectorielles, cette approche doit être combinée à d'autres approches analysant les pratiques des émetteurs, et non pas uniquement leur secteur d'activité, pour pouvoir parler de gestion ISR.

Actionnariat actif ou Engagement

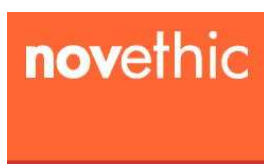
Il ne se limite pas au simple exercice du droit de vote en assemblée générale, mais consiste à entamer un dialogue avec un émetteur sur certaines problématiques ESG en vue de le pousser à améliorer ses pratiques. Si ce dialogue est infructueux, il peut évoluer vers une communication publique, voire aboutir au dépôt d'une résolution en assemblée générale. Le gérant peut également décider de se désinvestir d'une entreprise qui aurait refusé d'améliorer ses pratiques.

Novethic remercie l'ensemble des sociétés de gestion et investisseurs institutionnels qui ont bien voulu prendre le temps de répondre à ses questions et lui ont fait confiance.

CHIFFRES 2008 ET ANALYSE DU MARCHÉ FRANÇAIS DE L'ISR

Une étude réalisée par Dominique Blanc et Samer Hobeika, centre de recherche ISR de Novethic

Depuis 2001, le centre de recherche de Novethic, avec le soutien de la Caisse des Dépôts, propose son expertise aux professionnels et anime des échanges entre différents acteurs : investisseurs, entreprises, ONG et autres parties prenantes. Seule source de statistiques sur l'ISR en France, Novethic analyse ce marché d'un point de vue quantitatif et qualitatif et évalue la qualité des processus de gestion ISR mis en place par les sociétés de gestion.



56, rue de Lille – 75007 PARIS
Tel : +33 (0)1 58 50 98 14 – Fax : +33 (0)1 58 50 00 30
E-mail: info@novethic.fr
www.novethic.fr

