



LES PIONNIERS
NE SE REPOSENT JAMAIS SUR LEURS
LAURIERS



Cette photo sur le toit s'imposait. Pas n'importe quel toit : son toit. Et malgré les objections d'un photographe sujet au vertige. Masja Zandbergen, responsable de l'intégration ESG, a insisté pour être prise en photo au milieu des panneaux solaires. Et avec beaucoup de fierté, car cette maison – sa maison – est la preuve qu'il est possible de faire une différence. Quand on veut, que l'on a une vision et que l'on est disposé à investir.

LES CONNAISSANCES NE SONT PAS FAITES POUR STAGNER

Sa maison climatiquement neutre située au nord de Rotterdam, construite en 2017 sur un ancien terrain qui servait aux entraînements de foot, est un brillant exemple de la manière dont chacun peut contribuer à un avenir meilleur et plus durable. Par exemple, grâce à la chaleur générée dans le sol, l'eau souterraine – à 80 mètres en dessous du niveau du sol – reste à une température de 13 à 15 degrés tout au long de l'année. Celle-ci est pompée vers la surface, comprimée et circule dans le système de chauffage par le sol. Chaleur géothermique, panneaux solaires, utilisation intelligente de la lumière naturelle et le tour est joué : une maison « zéro émission », sans gaz et avec très peu d'électricité. « Pour cela, il faut oser investir, mais vous rentabilisez votre investissement en l'espace de quelques années. Notre facture énergétique est désormais extrêmement basse. »

Et investir – pour en récolter les fruits plus tard – c'est précisément de cela dont il s'agit, également dans sa fonction au sein de Robeco. Toutefois, la volonté d'investir dans la durabilité ne naît que lorsque l'on prend conscience de cette nécessité, ou des opportunités qu'elle offre. Masja Zandbergen observe que cette prise de conscience s'est réellement accélérée ces dernières années. Au début de sa carrière, en 1997, elle qui n'aimait pas investir dans des entreprises ayant recours au travail des enfants ou à de mauvaises conditions de travail rencontrait une certaine résistance de la part des gérants de portefeuille lorsqu'elle abordait les questions de durabilité.

De nos jours, l'analyse aussi bien des risques que des opportunités en matière de durabilité est devenue un élément essentiel de toute analyse financière. « Tout le monde en est davantage conscient, la société évolue et on constate des troubles mondiaux liés au climat, mais aussi à

l'inégalité des salaires, par exemple. Les entreprises s'aperçoivent qu'elles ont des comptes à rendre à leurs actionnaires en matière d'émissions de CO₂, de production de plastiques à usage unique, de morale fiscale, etc. » Néanmoins, une prise de conscience accrue ne suffit pas, loin de là. D'après Masja Zandbergen, il y a encore un manque important de connaissances et de vision en ce qui concerne la durabilité. « Et pour ce qui est du secteur de la gestion d'actifs, il nous reste encore un long chemin à parcourir pour mettre efficacement en œuvre la durabilité dans les portefeuilles. Il ne s'agit vraiment pas d'entrer simplement dans la course pour être le premier à proposer un nouveau fonds à la mode juste parce qu'il va attirer de nouveaux clients. » Des mesures doivent être prises dans le secteur de l'investissement, et cela provoque un autre type de conflit. Vous êtes en concurrence avec vos pairs, vous voulez être le meilleur, mais en même temps, il est nécessaire que tout le monde aille dans la bonne direction. Parce que travailler ensemble est le seul moyen de faire évoluer les choses. Et pour Masja Zandbergen, Robeco fait figure de chef de file.

« Grâce à RobecoSAM, notre affiliée suisse, nous disposons d'une recherche interne inégalée ; nos gérants de portefeuille comprennent l'importance de cette recherche. Ils savent comment mettre en œuvre les données, et aussi pourquoi elles sont cruciales dans l'analyse des risques et des opportunités futurs. » Et ces connaissances ne stagnent pas. Elles sont en constante évolution. « Nos chercheurs quantitatifs ont réussi à développer une méthodologie de « valeur décarbonée ». La pression dans ce sens était grande. De nombreux clients désiraient en effet un portefeuille « value » présentant une empreinte moins élevée, en d'autres termes, un risque CO₂ plus faible. Un grand nombre d'entreprises « value » classiques font partie d'industries traditionnelles et polluantes. Les chercheurs ont maintenant développé un modèle qui leur

permet de continuer à exploiter le facteur valorisation, tout en réduisant considérablement leur empreinte. »

Mais ne croyez pas une seconde que Masja Zandbergen se repose désormais sur ses lauriers, car en dépit des progrès quotidiens, il reste encore beaucoup à faire. Notre capacité à mesurer l'impact n'en est encore qu'à ses balbutiements. « La route est encore longue et je veux continuer à aller de l'avant. Nous concevons des modèles de risque, des modèles factoriels qui intègrent les critères ESG dans leurs calculs. Nous avons développé des scores ESG pour les entreprises et nous engageons un dialogue avec un grand nombre d'entre elles. Mais au bout du compte, vous voulez savoir – pouvoir mesurer – ce que vous avez réussi à faire concrètement. Et c'est là que notre impact est difficile à mesurer, car nous ne créons ni ne produisons rien.

Le monde sera-t-il beaucoup plus sûr si nous excluons une entreprise qui fabrique des armes controversées ? Si nous l'excluons, est-ce que d'autres investisseurs moins scrupuleux investiront dans cette entreprise ? Et si nous réduisons l'empreinte carbone d'un portefeuille, quel impact cela a-t-il sur le monde réel ? » **Il y a encore peu de recherches disponibles pour répondre à ces questions.** Les clients souhaitent que leurs portefeuilles comportent moins de risques, notamment en matière de climat. D'un point de vue du stewardship, ils veulent également investir de manière responsable. L'impact non financier reste encore difficile à mesurer. Avec l'Europe du Nord comme chef de file, le secteur financier tente de trouver des solutions pour mesurer cet impact non financier. D'après Masja Zandbergen, certains éléments ne peuvent pas encore être inclus dans l'analyse financière. « Vous pouvez inclure les risques liés au CO2 dans vos valorisations, mais ce serait beaucoup plus facile s'il y avait un prix unitaire pour le carbone. »

Dans une récente étude intitulée « Can Sustainable Investing Save the World? »¹, les auteurs distinguent trois mécanismes d'impact des investisseurs : le dialogue actionnarial, l'allocation du capital et l'impact indirect. Ce dernier comprend la stigmatisation : la pratique qui consiste à « naming and shaming » - nommer et dénoncer. Dans cette étude, l'impact est défini comme « un changement au sein d'un paramètre social ou environnemental spécifique causé par une activité ». Selon cette étude, le concept d'impact des investisseurs commence seulement à s'enraciner dans le secteur financier. Elle en arrive à la conclusion que les simples stratégies d'exclusion ou « best-in-class » sont une approche statique qui ignore le fait que, fondamentalement, l'impact est une question de changement. Après avoir examiné 64 études, les auteurs concluent qu'il n'y a pas de preuve de l'efficacité de l'impact indirect, mais qu'il existe certains éléments qui indiquent que l'allocation du capital – investir ou désinvestir sur la base des scores ESG – a une

influence positive. Les données montrent que les approches de filtrage influent sur le prix des actifs, bien que la mesure dans laquelle elles le font ne soit pas constante. Un récent document de travail² de la BCE fait quelque peu la lumière sur cette question. Il montre que pour des niveaux de développement économique et financier donnés, les émissions de carbone par habitant sont nettement plus faibles dans les économies où le financement par actions est plus important par rapport aux prêts bancaires. Le document de travail conclut que les marchés boursiers ont tendance à réallouer les investissements vers des secteurs à plus faible intensité carbone et facilitent également l'adoption de technologies plus propres dans les industries polluantes.

Dans leur article intitulé « Is Exclusion Effective », Laurens Swinkels et David Blitz de³ Robeco affirment au contraire que l'exclusion n'est pas efficace et privilégie l'engagement plutôt que l'exclusion comme mécanisme de

Le secteur financier peut-il faire avancer le monde dans la bonne direction ? Est-ce, peut-être, même de sa responsabilité de le faire, en tant que détenteur ou gérant d'importants montants de capitaux ? Il n'est pas étonnant que le secteur soit en pleine remise en question. Et, dans un sens, il en est de même pour Masja Zandbergen. « La question est la suivante : où commence et où finit la responsabilité ? Si un pays décide de construire des centrales au charbon, faut-il l'exclure ? C'est l'un des nombreux dilemmes auxquels le secteur de l'investissement est confronté. Et nous devons également faire face aux concurrents, ONG et autres acteurs. Il faut en outre s'interroger sur la manière dont certaines grandes décisions pourraient avoir un impact sur notre univers d'investissement. »

L'industrie de l'huile de palme constitue un tel dilemme. La production d'huile de palme représente en effet une menace pour les forêts tropicales de la planète. « Nous appliquons une norme stricte : la moitié de la production doit être durable. Si des entreprises sont loin de ce seuil, nous pouvons en discuter indéfiniment, mais cela ne changera pas grand-chose. Par conséquent, nous les excluons. Pour les autres, nous indiquons très clairement que nous attendons d'elles qu'elles répondent à cette exigence. Et dans ce cas, nous pouvons avoir une réelle influence. »

La durabilité va bien au-delà de domaines tels que la déforestation et le réchauffement climatique. Les aspects sociaux – le S dans le sigle ESG – sont également présents quotidiennement dans les médias. Et cela s'applique à bien plus d'industries et de secteurs que les questions climatiques. « Il est assez facile d'inclure la gouvernance d'entreprise dans notre analyse financière des entreprises. C'est un peu plus difficile pour les questions d'ordre social et elles ont souvent un impact légèrement plus limité sur l'analyse financière. Éthique professionnelle, salaires décents, accès aux médicaments, ce genre de choses. » →

changement. Cette méta-étude montre en effet que les investisseurs peuvent avoir la plus grande influence sur le comportement ESG des entreprises par le biais de l'engagement. Cela correspond à nos propres conclusions basées sur deux études de notre base de données sur l'engagement, dont les données remontent à 2005. Nous avons constaté que les entreprises avec lesquelles nous avons engagé un dialogue avec succès ont montré des améliorations significatives en matière de scores ESG.

1. Kölbel, J.F., Heeb, F., Falko, P. et Busch, T., 2019. "Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact", MIT Sloan, Université de Zurich, Département de la banque et des finances, Center for Sustainable Finance and Private Wealth (CSP), Université de Hambourg.
2. De Haas, R. et Popov, A.A., 2019. "Finance and carbon emissions", ECB Working Paper No. 2318. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3459987>.
3. Blitz, D. et Swinkels, L., 2010. "Is Exclusion Effective?" The Journal of Portfolio Management Ethical Investing 2020, 46 (3) 42-48.



J'AI UN ESPRIT ANALYTIQUE. IL ME FAUT DES PREUVES, DES ÉTUDES SCIENTIFIQUES

Faut-il dans ce cas choisir ses combats ? En ce qui concerne Masja Zandbergen, cette question ne se pose même pas et elle répond catégoriquement « non ». « Nous voulons nous attaquer à tous ces sujets. L'importance que vous leur accordez dépend simplement du secteur spécifique ou de la région concernée. « Actuellement, les inégalités salariales s'accroissent également dans les pays occidentaux et on assiste à des troubles sociaux dans divers endroits. » Ce sont ces questions sociales auxquelles Masja Zandbergen – mère de deux adolescents – est la plus sensible. C'est un thème qui fait écho auprès des jeunes du monde entier, avec pour conséquence une fragmentation des troubles sociaux à travers le monde. Ce ne sont pourtant pas eux qui, avec leurs grèves scolaires pour le climat, sauveront la planète du jour au lendemain.

« Au cours des 60 dernières années, chaque génération est descendue dans la rue. Il faut espérer que dans 30 ans, nous aurons réussi à tout rendre réutilisable et recyclable, et à stopper le réchauffement climatique. » D'ici là, Masja Zandbergen a une autre préoccupation. « Je me demande parfois si nous ne sommes pas en train de créer un effet de mode en matière d'investissement durable. De nos jours, tous les gérants d'actifs prétendent être durables et avoir la durabilité dans leur ADN. C'est pourquoi j'essaie toujours d'orienter notre réflexion vers des résultats concrets. Contribuons-nous vraiment à un avenir durable, avec tout ce que nous faisons ? »

Elle soupire profondément, puis ajoute : « J'ai un esprit analytique. Il me faut des preuves, des études scientifiques. Le thème de la durabilité est sur de nombreuses lèvres. Il y a une prise de conscience croissante, mais quel a été notre impact ? La nouvelle taxonomie verte de l'Union européenne est une bonne initiative, mais cela apportera-t-il le changement dont nous avons besoin ? Je ne sais pas. Ce que je sais, c'est que nous devons faire tout ce qui est en notre pouvoir et de manière aussi responsable que possible. Et si peu de sujets sont enseignés en matière d'investissement durable, même dans les universités. Nous devons arriver au point où il serait possible d'analyser une entreprise et de dire : Elle fait X bénéfiques, mais a Y impact négatif sur (par exemple) la biodiversité, et Z impact sur le changement climatique. Pour l'instant, nous ne pouvons pas mettre un prix sur Y et Z. **Mais nous y travaillons.** »

Passons maintenant à 2030, année où les 17 ODD de l'ONU doivent être atteints. « Nous devons avoir atteint un grand nombre d'ODD d'ici là. Est-ce possible ? Oui. Les gens sont souvent trop sceptiques. Les régulateurs et le secteur de la gestion d'actifs se sont réveillés. Nous pouvons le faire. Mais nous devons vraiment nous retrousser les manches, au lieu de rédiger des taxonomies de 400 pages. C'est utile, mais notre travail ne doit pas s'arrêter là. » ●

Un autre domaine de recherche qui pourrait aider à évaluer l'impact réel est la réflexion intégrée. Chez Robeco, nous intégrons systématiquement les critères ESG importants dans chaque cas d'investissement. Nous utilisons un cadre très clair, différent pour chaque stratégie. Le processus de quantification des facteurs externes devient plus clair, car nos analystes travaillent avec des informations de durabilité qui donnent souvent un meilleur aperçu du comportement et des pratiques des entreprises. Dans le passé, nous en avons vu des exemples : pendant de longues années, le droit fondamental à la protection des données n'était pas considéré comme un problème par le marché, jusqu'à ce que des problèmes commencent à se poser. En adoptant une vision externe à long terme, notre analyse ESG avait déjà identifié cette question comme un risque pour les entreprises Internet et les sociétés

informatiques et nous l'avons pris en compte dans nos cas et nos évaluations en augmentant le coût du capital dans notre modèle. Même si l'orientation était claire, savoir de combien augmenter le coût du capital relève plus d'un art que d'une science, et repose sur l'expérience de l'analyste.

Nous disposons encore de très peu de preuves quant au degré d'influence de ces facteurs externes sur les moteurs de valeur et, par conséquent, sur les valorisations des entreprises. Intégrer les critères ESG signifie évaluer comment les tendances ESG à long terme et les coûts externes – tels que le changement climatique, la perte de biodiversité et la montée des inégalités – modifient les modèles économiques ou ont un impact sur les valorisations des entreprises. Des coûts qui peuvent sembler externes à un moment

donné peuvent être internalisés à un autre. Ces développements peuvent bien sûr également offrir des avantages concurrentiels ou ouvrir de nouveaux marchés aux entreprises. Le revers de la médaille de chaque risque ESG est qu'il peut constituer une opportunité pour une autre entreprise. Une tentative de quantification de ces facteurs externes est la méthodologie intégrée des pertes et profits (P&L). Elle prend en compte non seulement la valeur financière créée par les entreprises, mais aussi d'autres sources de création de valeur.

Quelques entreprises se sont risquées à proposer un rapport P&L intégré. Si de nombreuses hypothèses sous-tendent leur analyse, cela devrait néanmoins permettre aux entreprises et, in fine, aux investisseurs, d'avoir un meilleur aperçu des coûts externes ou de la valeur qu'elles créent.