

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : L'investissement responsable, un leurre ?

Le succès appelle la critique, et il est bien qu'il en aille ainsi. L'excellent écrivain espagnol Javier Cercas le redisait récemment, « *Le dissentiment est la condition même de l'éthique et de la liberté.* » Et tant mieux si ce sont les vues dominantes qui sont questionnées, car l'enjeu est alors plus important. Or, s'il est un succès dans le monde de la finance, c'est certainement celui de l'investissement responsable, et s'il est une vue en train de devenir dominante, c'est que l'investissement responsable est bon à la fois pour la planète et pour le portefeuille de l'investisseur.

Il y a 5 ans, aux débuts d'Orcadia, nous avons posé le choix de ne faire que de l'investissement responsable, là où d'autres gestionnaires n'en disent que du bien mais, paradoxalement, conservent une large offre non responsable. De plus, nous avons voulu, mais sans prosélytisme, mettre la barre relativement haut en termes d'ambitions responsables. A l'époque, ce choix a pu encore apparaître comme audacieux. Aujourd'hui, la perception est inversée, et l'audace est devenue une évidence. En fait, la question qui est posée au monde des gestionnaires de patrimoine est de savoir comment il est concevable d'encore offrir sicav et gestion discrétionnaire qui ne sont pas clairement responsables.

Il est donc particulièrement sain que la percée fulgurante de l'investissement responsable amène interrogations, critiques et remises en question.

- Aux Etats-Unis, une enquête a été lancée après des accusations sur le caractère peu responsable des investissements prétendus responsables de DWS, un gestionnaire d'actifs de premier plan.
- Aux Pays-Bas, l'AFM, l'Autorité des marchés financiers, vient de pointer, le 14 septembre, le déficit d'information données par les fonds en matière de durabilité.
- Un article de Tariq Fancy et la couverture de presse qui l'a suivi, en Belgique comme à l'étranger, à commencer par le Financial Times et The Economist, a également secoué le cocotier. Cet ex-responsable des investissements durables chez BlackRock, le plus grand gestionnaire au monde, n'a pas limité la dose de vitriol pour s'en prendre aux illusions de l'investissement responsable.
- En France, un livre récent signé Alain Granjean et Julien Lefournier porte un titre explicite, « *L'illusion de la finance verte* ». Dans la préface de cet ouvrage, Gaël Giraud, une voix éthique écoutée, n'y va pas par quatre chemins : « *Non, en l'état actuel des choses, la finance de marché ne permet pas le financement de la reconstruction écologique sans laquelle nous continuerons de nous envoler vers +4 à +6°C d'augmentation de la température moyenne à la fin du siècle. Jusqu'à ce jour, la plupart des produits financiers "verts" sont avant tout des produits de marketing, destinés à inspirer la bienveillance de clients échaudés par 2008 et chaque jour plus conscients de la gravité du désastre écologique.* »

- Enfin, dernier élément d'une liste qui pourrait être allongée, une récente étude académique d'Edhec Scientific Beta intitulée « *Doing Good or Feeling Good? Detecting Greenwashing in Climate Investing* » (août 2021) se montre sévère, étude présentée comme suit : « *Malheureusement, force est de constater que malgré une intense communication de la part de l'industrie financière, le décalage entre les promesses des stratégies d'investissement climatique et la réalité de la prise en compte des performances climatiques des entreprises dans les fonds et indices représentatifs de ces stratégies est si important que l'on peut parler de véritable greenwashing du portefeuille.* »

« Greenwashing », le mot est lâché : l'investissement responsable ne le serait pas. Comment Orcadia AM se positionne-t-elle en regard des critiques émises ?

Critères légers

Des gestionnaires se permettent-ils de se dire « responsables » en appliquant des critères légers ? Oui, c'est le cas, le terme « responsable » n'étant pas défini officiellement, mais la réglementation européenne est en train d'assainir la situation. Nous nous en réjouissons car cela évitera à la fois un marketing trompeur et une critique qui, de manière erronée, met tous les acteurs dans le même sac. Et déjà aujourd'hui une information intéressante est donnée par le rating donné par les agences d'évaluation de l'ambition ESG des fonds, à commencer par MSCI. Et sachez que pour ses seuls deux fonds, Orcadia AM a obtenu AAA pour l'un, AA pour l'autre.

Critères climatiques dilués, voire minimisés

Des gestionnaires responsables, en combinant différents critères sociétaux, diluent-ils le critère climatique ? Oui, c'est le cas, et c'est bien le propre d'une approche multi-critères. Une entreprise qui serait moyenne sur le plan environnemental et excellente sur les plans sociaux et de gouvernance, peut avoir une belle notation ESG. Ceci dit, gestionnaires et agences de rating peuvent avoir des cotes d'exclusion qui font qu'une faiblesse environnementale ne peut pas être compensée par une excellence sociale ou de gouvernance. De plus, des exclusions sectorielles peuvent garantir un impact environnemental fort, comme c'est le cas avec le bannissement des énergies fossiles dans le fonds d'actions européennes d'Orcadia AM.

Titres verts d'entreprises grises

Les obligations dites vertes (« *green bonds* ») n'offrent-elles qu'un faible incitant et peuvent-elles être émises par des entreprises très polluantes ? Oui, c'est le cas, une entreprise pétrolière ou gazière peut émettre des obligations vertes pour financer des éoliennes. Cela peut être problématique si le financement d'éoliennes par cette voie dégage des moyens financiers pour simultanément continuer à investir dans les énergies fossiles. Cette critique – qui vise les obligations mais

pas les actions – ne concerne pas tous les gestionnaires responsables. Chez Orcadia AM, être une obligation dite verte n'est pas une condition suffisante pour être investissable, et n'est pas une condition nécessaire non plus. Si une entreprise est évaluée comme n'étant pas responsable, nous n'y investirons pas les actifs de nos clients, et donc pas même dans les obligations vertes qu'elle émettrait.

Contradictions

Les agences de notation ne se contredisent-elles pas ? Oui, à la différence des ratings financiers octroyés par Moody's, S&P et Fitch, qui convergent très largement, les ratings ESG sont hétérogènes et nombres d'entreprises dites responsables par une source ne le sont pas par une autre. C'est somme toute logique, vu les méthodologies différentes, les appréciations différentes et les poids différents donnés à chaque sous-critère ESG par les différentes agences de notation. N'y a-t-il pas des écologistes pour la prolongation des centrales nucléaires et d'autres contre ? Et le bien-être animal pèsent-ils plus ou moins que la consommation d'eau ? Et sous-traiter une activité polluante améliore-t-il ou non le rating de l'entreprise concernée ? Et si le ratio pour juger de la consommation d'eau est d'exprimer celle-ci en rapport au chiffre d'affaires de l'entreprise, augmenter prix et marge bénéficiaire ne flatte-t-il pas le bulletin ? Est-ce qu'il faut donner plus de poids aux émissions polluantes ou à l'évolution de celles-ci ? Toutes ces questions sont parfaitement légitimes, dérivant d'une diversité d'opinion qu'il faut chérir. A chaque gestionnaire d'être transparent sur sa méthodologie et à chaque investisseur de chercher la méthodologie dont il se sent le plus proche. Il faut souhaiter que prochainement des applications soient développées pour, au départ des préférences individuelles, identifier les fonds d'investissement qui leur collent le mieux.

Surperformance contre-nature

Le prétendu supplément de rendement (ajusté pour le risque) offert par l'investissement responsable ne se heurte-t-il pas au bon sens qui veut que si X pollue plus que Y pour produire un bien, c'est parce que cela lui coûte moins cher, sinon il changerait ? Oui, bien sûr, dans un premier temps, se soucier de critères ESG peut nuire à la profitabilité mais c'est loin d'être toujours le cas. L'entreprise ESG peut voir ses factures de matières premières réduites, ses collaborateurs plus productifs et ses clients plus loyaux. De plus, et c'est plus important, l'entreprise ESG peut avoir de meilleures perspectives de

rentabilité, du fait d'être en avance sur les desiderata des clients et des exigences des législateurs.

Manœuvre dilatoire

L'investissement vert, en étant mis à l'avant-plan, ne se substitue-t-il pas à des réglementations et n'est-il pas, de ce fait, une stratégie dilatoire, permettant de différer les « vraies » mesures ? Oui, c'est possible, et ce serait certainement le plus grand danger. Ce n'est pas du monde de l'entreprise, et encore moins des grandes entreprises cotées en bourses – et l'investissement ESG a un biais en faveur des grandes entreprises, plus à même de communiquer sur leur bulletin ESG – que viendra spontanément LA réponse aux défis climatiques, de biodiversité ou sociaux. Ces entreprises ont un tel stock de biens en capital encore à amortir qu'une transition rapide rendrait obsolètes (problème dit des « *actifs échoués* », ou « *stranded assets* »). Chez Orcadia AM, nous répondons à cette objection de fond avec trois éléments. D'abord, n'ignorons pas ce que l'entreprise, par ses innovations et l'évolution de ses processus, peut apporter à la réponse globale. Ensuite, nous pensons que loin de s'y substituer, l'investissement ESG stimule l'action réglementaire en participant à une prise de conscience et en montrant aux décideurs que s'engager dans la voie de la transition n'est pas se confronter à l'entrepreneuriat et à la finance, au contraire. Enfin, reprocher à l'investissement responsable d'être instrumentalisé comme alibi pour ne pas faire autre chose par ailleurs revient à déposséder le politique de ses responsabilités.

Il faut toujours veiller à remettre en question ses convictions. C'est particulièrement frappant dans le monde économique où un grand pont de la macroéconomie, Dani Rodrik, redisait récemment combien des circonstances changeantes doivent faire changer l'analyse théorique. De manière qui interpelle, il indiquait que les deux mots les plus importants en économie sont « Cela dépend ». Donc, celles et ceux qui, comme c'est notre cas, pratiquent l'investissement responsable doivent accorder une attention particulière aux critiques de promesses non tenues, voire d'effets pervers, à son encontre. Pour nous, le passage en revue ci-dessus des arguments avancés n'est en rien une invitation à changer de chemin mais une invitation collective à se montrer plus sélectif et plus déterminé.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof

13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg

Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.