

« La démarche inclusive, fondée sur la discussion avec les entreprises, est la plus constructive face au défi de la décarbonation »

Entretien avec Hortense LACROIX, Responsable ISR et Gérante du fonds Pluvalca Sustainable Opportunities, chez Financière Arbevel.

La mesure d'impact, impulsée par le règlement SFDR, ouvre-t-elle un nouveau chapitre de l'ISR ?

Le règlement SFDR est à la finance ce que la transition énergétique est à l'économie : elle sera porteuse d'un changement de paradigme dans les critères d'investissement, il y aura des stratégies gagnantes et d'autres stratégies en ressortiront inadaptables. Pour remettre en perspective historique, l'ISR est issu d'un souci d'exclusion sectorielle lié à des considérations morales ou religieuses : il s'agissait d'éviter des risques de réputation. Il s'est ensuite sophistiqué par le souci d'évaluer les différentes facettes extra-financières d'une entreprise, permettant non plus seulement d'éviter les risques mais de rechercher des opportunités en investissant sur les meilleures stratégies extra-financières.

On entre désormais dans la phase de mesure d'impact. Empreinte carbone sur toute la chaîne de valeur, trajectoire climatique, risques physiques sont des exemples de mesure de risques climatiques, tandis que la taxonomie, la participation à différents ODD* ou encore la part verte, permettent de mesurer la contribution active à la transition énergétique, donc les opportunités. Ce nouveau chapitre de l'ISR devrait permettre de mobiliser davantage les porteurs de fonds, puisqu'il est plus concret. Un écosystème de fonds thématiques ou de fonds à impact permet au porteur de contribuer positivement à la transition énergétique ou à d'autres enjeux sociétaux tels qu'identifiés par les ODD.

Les débats méthodologiques ne manquent pas sur la façon d'accompagner la transition verte...

C'est une question de philosophie. Parmi les principales approches, on distinguera surtout la sélection best in et l'engagement. Cette dernière est à mon sens la plus efficace. Si on considère spécifiquement le défi de la décarbonation de l'économie, l'enjeu est de savoir s'il s'agit de pénaliser les sec-



teurs les plus « carbonés », en les excluant de certains fonds, ou d'impulser une dynamique de progression chez ces acteurs. Investir dans les technologies les plus innovantes qui rendent possibles les changements de pratiques chez leurs clients, est une autre stratégie convaincante.

Or, soyons pragmatiques, encore beaucoup de secteurs carbonés assurent des besoins essentiels des consommateurs : on ne sait pas construire des structures hautes sans béton, on ne sait pas décarboner la production d'acier. Il semble plus constructif d'instaurer une démarche inclusive, d'amélioration progressive, fondée sur la discussion entre investisseurs et entreprises. Déjà 40% des sociétés du Stoxx 600 ont publié un objectif de neutralité carbone à un horizon donné. Toutes les sociétés préparent leur feuille de route, c'est une vague majeure d'investissement permettant des changements de pratiques qui se met en place.

Pouvez-vous nous présenter quelques cas sectoriels ?

Quelques activités concentrent une partie importante des émissions, comme la production de ciment, d'acier ou l'extraction minière et illustrent bien ce dilemme. En Europe, 70% de l'acier est produit par le

recours aux hauts fourneaux, 7 fois plus émetteurs de CO2 que la production par arc électrique. L'incitation à réaliser de tels investissements sera trouvée par les gouvernements, comme cela a été fait en Chine. De ce point de vue, le groupe sidérurgique italien Danieli, spécialiste des équipements de production d'acier par arc électrique, fait figure de précurseur en Europe. Chez Financière Arbevel, nous donnons priorité à l'accompagnement des entreprises par des actions d'engagement et pensons que les sociétés qui offrent des solutions aux autres seront les gagnantes de cette transition.

Sous l'impulsion des pouvoirs publics, les autorités de régulation ont donc joué un rôle structurant ?

La réglementation est en avance de phase et oblige les acteurs à se mettre en marche. Mais il faut conserver un esprit critique par rapport à des données, dont certaines sont encore des estimations, selon des méthodologies encore en amélioration. Ainsi, le « scope 3 » des émissions carbone d'une société qui mesure les émissions cumulées en amont (fournisseurs) et en aval (utilisation du produit) de la chaîne de valeur, diffère-t-il considérablement entre un prestataire de mesures et un autre.

A mesure que les sociétés communiqueront davantage, les chiffres seront plus fiables et l'analyse qui en est faite par les investisseurs prendra plus d'importance dans la décision finale. Il est également nécessaire de laisser une liberté dans la méthodologie d'utilisation des données. Qu'il s'agisse du Label ISR, de la Doctrine AMF (2020-03) en France ou de la directive européenne SFDR**, l'environnement réglementaire affiche en quelque sorte les défauts de ses qualités ! Ce cadre est évidemment nécessaire et structurant, toutefois les batteries d'indicateurs exigées peuvent créer quelques décalages : entre la capacité des sociétés à produire toutes les données requises sur leur activité, la capacité des investisseurs professionnels et asset-managers à les traiter pertinemment et la capacité des porteurs, du grand public, à les comprendre. Il existe ainsi une problématique d'interprétation et de fiabilité de cette masse de données qui, in fine, peut questionner le sens même des choix d'investissement.

Aussi, les critères normatifs et quantitatifs stricts imposés par différents labels contribuent à une forme de pensée unique quant à l'analyse extra-financière. Car derrière les dispositions réglementaires, c'est une standardisation à grande échelle que nous observons, le souci d'unicité ayant gommé la réalité multiple des approches ISR et ESG : les méthodes best in class et best in universe sont devenues incontournables et exclusives, comme la seule voie à suivre pour les gestionnaires d'actifs.

Cela peut-il créer des biais en matière de gestion d'actifs ?

En effet. Des biais de pondération et de concentration au sein des portefeuilles, puisque la classification et la sélectivité quantitatives qui guident ces approches favorisent un spectre réduit de titres éligibles. Nous constatons une convergence d'un gérant d'actifs à l'autre vers l'exploitation des mêmes bases de données extra-financières et vers la sélection des mêmes valeurs de la cote, identifiées comme étant best in. Cet aspect entraîne des distorsions par les « flux », but affiché de la finance responsable dans une certaine mesure, mais qui finit par altérer la qualité de la diversification des portefeuilles ISR et donc leur profil de risque. Le segment des petites et moyennes capitalisations, par exemple, est mécaniquement sous-exploré par l'investissement socialement responsable en raison de données ESG insuffisantes, faute de moyens. L'analyse de ces sociétés demanderait une approche « sur mesure » rendue difficile par la nécessité de noter l'univers d'investissement. De la même façon, les gestions dites « value » sont plus difficiles à rendre compatibles avec une sélection ISR puisqu'elles concentrent les secteurs les plus polluants et les plus cycliques.

Quel regard portez-vous sur les exigences des investisseurs et leur comportement ?

Nous constatons une grande maturité des investisseurs institutionnels qu'il s'agisse de fonds de pension, d'institutions de prévoyance ou de caisses de retraite. C'est lié à leur nature, à leur mission qui s'inscrit inévitablement sur le temps long. En France, des institutions comme l'Ircantec, le FRR ou l'ERAFP***

ont été précurseurs à travers des exigences inédites à l'époque, ce dernier ayant mis en place son propre référentiel d'analyse ESG déclinant leurs valeurs. Les appels d'offre réguliers sont toujours plus exigeants en matière de reporting environnemental et de mesure d'impact en général. Cette évolution du cahier des charges instaurée auprès des asset-managers a accéléré la prise en compte des critères et des événements extra-financiers par l'ensemble des parties prenantes.

Par ailleurs, nous observons un engouement significatif de la part des professionnels de la distribution, des banquiers privés, des family offices et des clients privés, pour les solutions « thématiques » et « à impact ». Cela s'explique par le fait que les concepts de ces nouvelles générations de fonds sont à la fois plus typés, plus « purs », mais aussi plus faciles à comprendre. La mesure de l'impact leur semble plus concrète, les investisseurs ont ainsi le sentiment de participer plus activement aux enjeux de développement durable et d'affirmer leurs convictions dans leurs investissements.

Projetons-nous en 2030... quel thème s'imposera au sein des portefeuilles ?

Je dirais que l'accès à l'eau sera la priorité tout autant que la décarbonation. L'exploitation raisonnée et durable de la ressource en eau est tout simplement vitale. On voit aujourd'hui ce type de problématique s'accroître à Taïwan et Singapour, où l'activité de production de semi-conducteurs est concentrée, or elle est fortement consommatrice en eau. Les investisseurs recherchent désormais à refléter leurs convictions dans leurs stratégies, c'est une évolution importante.

* ODD : Objectifs de Développement Durable de l'ONU.
** SFDR : règlement européen (UE) 2019/2088, dit « Sustainable Finance Disclosure Regulation » (SFDR), entré en application le 10 mars 2021.

*** Ircantec : Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques, en France.

FRR : Fonds de réserve pour les retraites (établissement public administratif français) dont la mission est d'investir au nom de la collectivité les sommes que lui confient les pouvoirs publics en vue de participer au financement des retraites.

ERAFP : Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique, en France.

Les profits du pétrole : le meilleur ennemi des politiques

Par Thomas PLANELL, gérant - analyste chez DNCA Investments

Ils sont les meilleurs ennemis des médias et d'une certaine partie du paysage politique. En cette période de flambée des prix de l'énergie (pétrole, gaz, électricité) où les États subventionnent les factures des plus démunis, les résultats records des groupes pétroliers sont trop bons, outrageusement trop bons...

Jusqu'en Angleterre, berceau du capitalisme moderne où il n'est plus nécessaire d'écouter Ed Miliband pour se croire à Bruxelles. Pour le leader des libéraux-démocrates, Ed Davey, "il n'est pas normal que ces sociétés fassent de tels profits sans qu'on les taxe de façon exceptionnelle, surtout quand il y a des gens qui sont effrayés à l'idée d'allumer leurs radiateurs"...

Il est vrai que British Petroleum vient de clôturer son meilleur exercice depuis 8 ans. Comme Shell (qui pourrait distribuer aux actionnaires jusqu'à 35% de son free cash-flow opérationnel) le groupe responsable de l'accident de Deepwater Horizons chérit ses propriétaires. Rien qu'au premier trimestre 2022, il leur rachète 1,5MM\$ de leurs titres.

Mais loin devant, Total est avec Equinor le grand gagnant de la hausse du gaz. Aujourd'hui, 50 pays importent du LNG car, il faut bien se rendre à l'évidence, au sens propre comme au figuré le gaz est pour le moment le "combustible de la transition". Au cours des dernières années, Total a doublé sa présence dans le gaz européen et le rachat des activités d'import d'Engie lui a donné une sensibilité supplémentaire au prix du spot. Chaque dollar gagné de plus sur le cours équivaut désormais à près de 300 millions de dollars de cash-flow opérationnel en plus pour le groupe. Alors, lorsque la veille de ses résultats, Total a lancé une campagne promotionnelle coup de poing dans ses stations-services, l'idée a fait son chemin chez cer-

tains que le groupe visait à passer un peu de pomme sociale à l'aube d'une publication outrageusement bonne...

Mais il ne faut pas oublier les années de vaches maigres par lesquelles sont passées ces entreprises. Comme le rappelle son jeune PDG, Bernard Looney, BP a connu en 2020 la pire année de son histoire de 112 ans. Si Total présente cette résilience dans la crise et cet effet de levier dans le rebond, c'est au prix de restructurations, de discipline dans les investissements, de rationalisation des coûts et d'efforts de productivité à tous les étages sur plusieurs années. Les fruits de la profitabilité recueillis aujourd'hui procèdent du semi des efforts d'hier : compenser par l'excellence opérationnelle la hausse du coût du capital qu'a fait peser l'exode des capitaux hors du secteur.

Les marchés ont en réalité déjà sanctionné la dépendance de ces groupes aux énergies fossiles. Rajouter un faisceau fiscal au bâton de fléau ne ferait qu'aggra-

ver la situation. La véritable leçon de cette saison de publications pétrolières, c'est qu'aucun groupe du secteur n'envisage une réelle hausse nette de ses investissements dans les prochaines années. Alors, à l'heure où la sécurité énergétique est plus fragile que jamais, l'aile politique la plus prompte à vouloir taxer les profits devrait réfléchir aux implications d'une telle menace. Édentée par une inflation qui ne ralentit pas (encore 7,5% en janvier aux États-Unis), la consommation des ménages contribuera moins aux 4,4% de croissance du PIB mondial attendu cette année. C'est aux investissements des entreprises de prendre le relais : pesant seulement 6% du chiffre d'affaires, les CAPEX des entreprises des pays développés sont au plus bas depuis 20 ans.

Si les carnets d'ordres des entreprises de biens d'équipements comme Fanuc et Siemens sont remplis et augurent d'un fort rebond de l'investissement, gare à ne pas tuer dans l'œuf le fragile poussin de la réindustrialisation. Les actionnaires ne récompensent pas moins ceux qui rendent que ceux qui investissent!

Quintet lance un fonds multi-actifs climatiquement neutre

Quintet Private Bank, dont le siège se situe à Luxembourg et qui est implantée dans 50 villes en Europe, a lancé le premier fonds d'investissement multi-actifs climatiquement neutre au monde. Essential Portfolio Selection (EPS) Quintet Earth, un fonds UCITS, combine une exposition égale aux obligations vertes et aux actions à faible émission de carbone, compensant les émissions de carbone associées par des activités de reforestation.

Quintet Earth, qui a été lancé avec quelque 280 millions d'euros d'actifs, génère un impact réel sans com-

promettre les performances. Tous les produits des obligations vertes sont exclusivement investis dans des projets conçus pour générer des avantages environnementaux positifs, tandis que le panier d'actions à faible émission de carbone est associé à 70% de carbone en moins que les actions classiques. Les émissions de carbone associées à ces actions sont compensées par l'achat annuel de crédits carbone issus de projets de reforestation communautaires, ce qui permet d'éliminer le carbone de l'atmosphère et de soutenir le développement durable.

Répliquant les indices Bloomberg MSCI Global Green Bond et MSCI World Low Carbon Equity Target, avec une structure passive, Quintet Earth est géré par DWS, l'un des principaux gestionnaires d'actifs au monde,

avec 880 milliards d'euros d'actifs sous gestion et une attention particulière portée aux questions environnementales, sociétales et de gouvernance.

Quintet Earth est un fonds liquide, multidevises, avec des transactions quotidiennes, et une période de détention recommandée de 3 à 5 ans. Les classes d'actions institutionnelles et de détail sont disponibles au sein d'une structure de fonds réglementée et diversifiée, dont les prix sont transparents. La performance – notamment l'utilisation du produit des obligations vertes et les bénéfices de la reforestation communautaire – est rapportée mensuellement. Les activités de compensation carbone sont gérées en partenariat avec myclimate, un leader mondial des mesures volontaires de compensation du CO₂. Myclimate est

une organisation à but non lucratif qui soutient actuellement plus de 125 projets de protection du climat dans 37 pays.

« Nous sommes fermement convaincus que les entreprises qui sont mieux préparées face à l'impact du changement climatique sur leurs activités – en gérant leur résilience et les risques associés – sont mieux positionnées pour croître », a déclaré Jakob Stott, Group CEO de Quintet. « Quintet Earth reflète cette conviction profonde, en plein accord avec notre ambition d'être le gestionnaire de patrimoine familial le plus digne de confiance. « Quintet Earth saisit également quelque chose d'encore plus profond et plus utile : la nécessité urgente de construire un monde plus propre et plus sain », a déclaré Monsieur Stott.