

De l'ISR au SAI : une authentique refondation

Jacques Ninet Conseiller pour la Recherche La Française
Avec la contribution d'Elisabeth Cassagnes, Responsable Développement Durable La Française

A l'heure où le développement durable et la transition écologique deviennent des priorités universelles, la gravité des crises financières à répétition et les enjeux de la durabilité globale exigent de la sphère financière une pratique vraiment responsable, tant du point de vue de sa contribution à l'économie globale que vis-à-vis de la sécurisation des passifs qui lui sont confiés.

L'ISR, malgré des chiffres de progression flatteurs et un succès d'estime auprès des institutionnels (FRR, ERAFP), reste très loin du statut *mainstream* que ses promoteurs ambitionnent, et connaît un échec total du côté du retail et de la gestion privée. Les OPCVM monétaires qui ont été "relookés" ne prouvent ni l'existence d'une réelle demande, ni la réalité d'une offre adaptée.

Notre hypothèse est que cet échec résulte d'un sérieux manque de communication débouchant sur des malentendus profonds entre les différentes parties prenantes du couple RSE/ISR (entreprises responsables et praticiens de la RSE, académiques, sociétés de gestion et professionnels de la finance ISR, agences de notation et analystes extra-financiers).

Le malentendu entre le temps de la performance financière et celui de la durabilité.

"Concilier performance économique et impact social et environnemental" laisse entendre que ces objectifs seraient a priori divergents et accrédié involontairement l'idée selon laquelle l'ISR resterait une contrainte additionnelle qui ne peut que dégrader la performance financière attendue. Les gérants ISR sont pour cette raison tombés dans le piège de leur propre justification par la seule performance financière. L'abondance d'études, mémoires, thèses et méta-analyses s'interrogeant sans jamais pouvoir conclure sur les bénéfices ou handicaps qu'une sélection extra-financière fait peser sur les portefeuilles prouve que le débat reste imprégné du préjugé issu de la Théorie moderne du portefeuille et de celle de l'Efficiérence des marchés, selon lequel la vertu grève irrémédiablement la rentabilité.

Les efforts pour approfondir le concept, améliorer la notation, renforcer la transparence, ériger un label unique contraignant censé permettre à la demande latente de se

libérer, "appliquer un principe de sanctions ?"¹, sont voués à l'échec tant que n'est pas résolue la question de la (non) congruence entre les horizons de la durabilité, propre aux analystes extra-financiers, et ceux par essence fluctuants des gérants actifs de portefeuille.

C'est d'ailleurs l'extension progressive de l'ISR aux autres classes d'actifs, dettes et immobilier, sur lesquels les choix sont intrinsèquement plus durables, qui a révélé ce problème de temps, propre aux marchés d'actions.

Dans le compartiment immobilier, la "création de valeur", est d'une part synchronisée entre le bien, objet de l'investissement, et l'objectif de l'investisseur et elle relève, d'autre part, par essence, de la durabilité du bien, dans toutes ses composantes : construction, énergie, insertion "écosystémique territoriale", bien-être des occupants. Ceci explique que l'inclusion d'une dimension extra-financière durable dans l'investissement immobilier a été immédiatement comprise et recherchée par les investisseurs.

La gestion d'actifs monétaires et obligataires, quant à elle, relève avant tout de marchés primaires, et les portefeuilles, en particulier ceux des IRP, y affichent des taux de rotation très faibles. Le "I" d'ISR, trouve ici pleinement son sens, l'acte de gestion étant à la fois un investissement peu réversible et un apport direct de liquidités à l'émetteur.

L'approche top-down : une ambition excessive aux contours trop flous

Comment l'ISR peut-il vraiment changer le monde si l'articulation entre enjeux macroéconomiques et développement durable est elle-même des plus incertaines ? L'expression même de développement durable ne reste-t-elle pas entachée d'un déséquilibre fondamental entre ses deux membres, par défaut de prospective sérieuse sur le développement ?

Dans les différentes formes de sélection positive qui ont accompagné le développement de la RSE ("Best in Class" ou sélection ; intégration ESG et l'exclusion normative), la notion d'éthique, qui est à l'origine de la finance responsable, a perdu sa vocation universelle pour ne garder qu'une dimension individuelle.

Au total, cette forme d'ISR, prisonnière d'une logique de conciliation par le haut entre objectifs financiers et sélection extra-financière, est définitivement condamnée à végéter, parce qu'on ne démontrera jamais à l'investisseur soucieux de bien commun qu'elle est autre chose qu'un supplément d'âme à la motivation incertaine, pas plus qu'on ne convaincra de son innocuité ceux qui accordent la priorité au rendement. Dans ce mariage forcé, chacun reste soupçonné de perdre un peu, voire beaucoup, de lui-même.

L'ISR 2.0 La rénovation en profondeur du cadre d'analyse

La véritable réconciliation de la finance avec le durable passe par la réintroduction, dans les choix d'investissement, du temps long vu comme l'élément décisif de la création de valeur, via l'innovation et l'adaptabilité.

L'ISR 2.0 se propose donc de substituer à une notation ISR axée sur la maîtrise des externalités négatives, la recherche des facteurs contributifs à la performance entrepreneuriale globale à long terme, comme signes d'alertes précoces sur la prospérité future. Cette démarche est en cohérence avec la (re)naissance, d'une vision holistique de l'entreprise, qui non seulement coexiste avec l'objectif de création de valeur actionnariale mais en est, à long terme, partie intégrante.

De l'ESG au "Carré magique" de la Responsabilité

L'ISR 2.0 étend la notation "historique" basée sur les trois piliers ESG vers ce que nous nommons "Carré magique" de la RSE, applicable aussi bien au niveau macro, concrètement au cas de la dette publique, qu'au niveau micro.

S'agissant de la **dette souveraine**, les économistes peinent à s'accorder sur la notion de dette soutenable et de niveau acceptable de déficit budgétaire, tandis que les agences de notation ont montré à plusieurs reprises leur incapacité à prévoir les crises les plus violentes (Corée du Sud 1997 ; Islande 2008 etc.). D'où l'urgente nécessité de trouver une autre voie pour estimer la richesse future d'un Etat, grâce à laquelle la question de la dette se règlera d'elle-même.

Quatre groupes de facteurs essentiels constituent les quatre points cardinaux du carré magique permettant de tirer des enseignements utiles pour appréhender la qualité d'une signature d'Etat :

<p>Energie-Climat</p> <p>Pour les facteurs énergétiques, comprenant les sources d'approvisionnement à long terme, l'efficacité énergétique et ses conséquences environnementales, dont le changement climatique.</p>	<p>Capital humain et Territoires</p> <p>Pour les facteurs géographiques, retraçant à la fois la mise en valeur des territoires et le déploiement des capacités humaines.</p>
<p>Education-Recherche-Innovation</p> <p>Pour les facteurs d'innovation, reposant sur l'éducation, la recherche et les conditions capitalistiques et fiscales de la FBCF.</p>	<p>Gouvernance</p> <p>Pour les facteurs politiques, répondant à notre conviction quant aux vertus essentielles de la coopération, d'où l'idée de gouvernance régionale puis mondiale.</p>

Pour l'entreprise privée, l'analyse standard qui superpose l'extra-financier au financier traditionnel ne sait pas reconnaître ses capacités à répondre aux grandes tendances. Dans un univers marqué par sa complexité croissante et par la rapidité des changements, les éléments réellement discriminants cachés sont signes d'un alpha potentiel pour les investisseurs les plus avisés. L'aptitude managériale – envisagée ici sous l'angle de l'adaptabilité et de l'innovation – apparaît donc in fine comme un indicateur pertinent de la différenciation des firmes dans le long terme. Dans la grille d'analyse que nous proposons, le facteur énergétique est moins dominant et les notions de territoire et de capital humain peu identifiées sinon omises dans l'ESG traditionnel, occupent une place de choix. Les quatre composantes du carré magique deviennent alors :

<p>Adaptabilité et réactivité organisationnelle</p>	<p>Capacité d'innovation</p>
<p>Capital humain et territoires</p>	<p>Soutenabilité environnementale</p>

De l'ISR au SAI, le partenariat La Française-IPCM

Consciente des enjeux sociétaux et environnementaux majeurs de ce XXI^e siècle, La Française avait lancé, dès 2009, une gamme de fonds Méga Trends. Parallèlement, La Française a aussi bénéficié, dans le cadre de sa Joint-Venture LFP Sarasin, de la recherche extra-financière produite par la Banque Sarasin. Face à la nécessité d'avancer vers l'ISR 2.0, La Française noue aujourd'hui un partenariat stratégique avec IPCM- Inflection Point Capital Management, "boutique" de recherche, d'analyse et de conseil qui fonde son analyse fondamentale sur les facteurs de risque et de rendement "non-traditionnels". et étend son analyse au-delà des facteurs ESG traditionnels, via une investigation approfondie de la gestion stratégique de l'entreprise.

Ce concept nommé SAI –Strategically Aware Investing ou bien Stratégies Avancées d'Investissement– constitue une approche réellement novatrice en réponse à un monde qui se transforme en profondeur et avec une rapidité inédite...

Sa méthodologie repose sur trois points :

1. Ce nouveau monde lance des défis sans précédent aux entreprises dans deux directions : la croissance de la demande pour l'énergie, l'agriculture et l'exploitation des ressources naturelles, sans compter le changement climatique ; l'implication de parties prenantes de plus en plus exigeantes, armées d'une puissance d'information décuplée.
2. Ces nouveaux défis exigent des entreprises qu'elles développent de nouvelles capacités : la recherche et l'innovation ; l'adaptabilité ; la réactivité aux contraintes, opportunités et besoins nouveaux ; la gestion des parties prenantes ; la durabilité environnementale ; la préservation et le développement du capital humain.
3. Aucune de ces capacités critiques pour l'avenir mais peu répandues à l'heure actuelle ne peut être détectée par l'analyse financière traditionnelle.

L'analyse, par IPCM des réponses aux grandes tendances macroéconomiques, concrétise le "carré magique" évoqué plus haut et donne à cette approche toute sa pertinence.

L'approche SAI : Construction idéaliste ou nouvelle méthodologie réellement efficace ?

La performance financière.

L'hypothèse est qu'une entreprise pratiquant la RSE verra sa prime de risque diminuer et corrélativement son cours monter. Les investisseurs dans les actions de cette entreprise bénéficieront de cette plus-value mais le rendement attendu dans le futur –à performance opérationnelle constante– diminuera.

A plus long terme, toutefois, l'investisseur va ressortir gagnant car l'entreprise va voir son résultat opérationnel progresser tandis que la baisse de son coût du capital va augmenter sa capacité d'investissement.

Pour les obligations, dans la logique du modèle de Merton, le "spread" diminuera à mesure que la valeur économique de l'entreprise progressera. A terme, on devrait ainsi assister à la convergence entre le rating financier classique et l'approche SAI comme indicateurs de solvabilité à long terme, d'autant plus que le renoncement à des versements de dividendes "périlleux" pour les créanciers est de nature à diminuer la perception du risque sur les titres de dette.

Le développement durable.

Le choix du bottom-up qui sous-tend toute la démarche est-il pertinent et surtout suffisant pour forger une vision positive de l'avenir de l'humanité sur la base d'une évolution douce mais radicale à partir du "ruissellement" des innovations ? *"je crois au chaînage évolutions technologiques, économiques puis sociologiques, en espérant que, au siècle de l'économie et de la connaissance, cela incitera les "sachants" à devenir des sages"*².

Grâce à l'avènement de technologies de plus en plus performantes, l'humanité, affranchie de sa servitude vis à vis de la nature, doit aujourd'hui choisir entre soumettre à son tour la nature, au risque de conduire à la mort de l'espèce ou, au contraire, construire un équilibre durable³. L'avènement de l'ère de la connaissance et de l'immatériel partagé permettrait ainsi celui du durable. En substituant l'usage à la propriété et le lien au bien, elle abolirait l'état de nature décrit par Hobbes dans son Léviathan comme la guerre de chacun contre tous.

Ce pari optimiste reste sérieusement handicapé par le caractère fondamentalement entropique du développement humain, en raison des tendances démographiques et de la complexité⁴ résultant de l'interconnexion entre toutes les activités humaines. Le succès du Développement Durable, tel que nous l'envisageons en tant qu'acteur d'un ISR renouvelé, passe alors inévitablement par une réappropriation du politique, au niveau de la cité et des territoires, à rebours des tendances centralisatrices coercitives et dépossessives.

Conclusion

Dans un monde désormais fini où tout est interconnecté, la survie de l'humanité est en risque si chaque individu a pour unique objectif la conservation des conditions de sa satisfaction personnelle. Une approche par "la base de la pyramide", associant l'esprit d'entreprise et l'innovation d'un côté et le retour de l'éthique politique de l'autre, est nécessaire pour que le potentiel contenu dans des avancées techniques en constante accélération se transforme en réel progrès. L'ambition de l'ISR 2.0, concrétisé par l'approche SAI telle que nous l'avons exposée, est d'être un acteur lucide et actif de cette évolution à l'impérieuse nécessité.

Ce texte est extrait d'une étude complète sur l'ISR 2.0 disponible sur demande.

¹ C. Revelli. L'investissement Socialement Responsable. Origines, débats et perspectives. Revue française de gestion. Octobre 2013

² Xavier Lépine. Lettre spéciale La Française. 15 mars 2014.

³ "Shall we surrender our surrounding or shall we make our peace with nature?". R. Nixon. Discours sur l'état de l'Union 1970.

⁴ Les oligarchies mafieuses représenteraient la combinaison parfaite de la complexité et de l'égoïsme.