

IFR OU ISR  
IL FAUT  
CHOISIR !

ANALYSE  
DE L'ISR

GESTION 21 :  
STRATÉGIE  
ESG

COMMENT MESURER  
LE DEGRÉ D'ESG  
D'UN PORTEFEUILLE

ESG ET  
PERFORMANCE

OFFRE, DEMANDE  
ET  
RÈGLEMENTATION

# **GESTION 21**



Notes générales ESG/ISR

## **SOMMAIRE**

### **1- IFR ou ISR, il faut choisir !**

- 1 Un problème de définition
- 2 Est-il possible de faire de l'ISR en investissant dans des sociétés cotées ?
- 3 Est-il possible de faire de l'ISR avec des rémunérations basées sur la performance financière ?

### **2- Analyse de l'ISR**

- 1 La confusion des objectifs
- 2 La confusion ISR et anticapitalisme
- 3 La confusion des entreprises vertueuses et des autres
- 4 Information des porteurs, communication aux investisseurs

### **3- Comment mesurer le degré d'ESG d'un portefeuille ?**

- 1 Le taux ESG d'un portefeuille
- 2 SFDR, classification selon 3 intervalles
- 3 Le label ISR
- 4 Classification selon l'objectif du fonds

### **4- ESG et PERFORMANCE**

- 1 La performance des entreprises peut se regarder à trois niveaux
- 2 Le cas IMMOBILIER 21
- 3 Le cas ACTIONS 21
- 4 Conclusion

### **5- L'Offre, la Demande et la Réglementation : qui fait quoi ?**

### **6- GESTION 21 : stratégie ESG**

- 1 Le contexte
- 2 Les choix ESG de GESTION 21

## **1- ISR ou IFR, il faut choisir**

**Investisseurs, Conseillers, Gestionnaires d'actifs,**

**Il faut vouloir choisir, il faut pouvoir choisir**

**IFR : Investissement Financièrement Rentable**

**ISR : Investissement Socialement Responsable**

La question du Greenwashing est omniprésente depuis plusieurs mois avec le développement significatif du marché de l'investissement ESG et la prise en compte des enjeux du développement durable de notre planète.

Ce mouvement de questionnement des pratiques ESG en cours dans notre métier de la gestion d'actifs va se poursuivre et s'amplifier.

C'est une bonne chose car les pratiques sont parfois incontestablement en inadéquation avec les discours et surtout avec les attentes des investisseurs et les besoins de notre société.

Alors, dans quelle mesure est-il réellement possible de faire de l'Investissement Socialement Responsable en étant gestionnaire d'actifs et principalement en investissant dans des actions de sociétés cotées en bourse.

## 1) Un problème de définition

Il y a trois appellations courantes qui peuvent être définies chacune au regard de leurs objectifs de performance financière d'une part et de performance sociétale et environnementale d'autre part.

	Objectif financier	Objectif ESG
Investissement classique	Principal	Accessoire
Investissement socialement responsable	Concilier les objectifs financiers et ESG	
Investissement à impact	Secondaire, accessoire	Principal

La définition courante de l'ISR (Forum pour l'investissement responsable, AFG) consiste à affirmer qu'il s'agit d'un investissement qui vise à concilier rentabilité financière et impact social et environnemental. Cette conciliation est impossible. Il y a conflit d'objectif. Comment sortir de cette situation ? En classant l'ISR conformément à son nom dans la catégorie de l'investissement dont les critères ESG sont prioritaires et les objectifs financiers sont secondaires. Exit la tentative de conciliation très compliquée à mettre en œuvre.

On se retrouverait ainsi avec deux catégories d'investissement selon l'objectif principal recherché : soit la performance financière, soit la performance ESG.

Les investisseurs auraient ainsi le choix entre des fonds ISR à Investissement Socialement Responsable et les fonds IFR, à Investissement Financièrement rentable. Chacune des deux catégories pouvant par ailleurs rechercher un objectif secondaire soit de performance financière (pour les fonds ISR) soit de performance ESG (pour les fonds IFR).

De nombreux fonds classés aujourd'hui ISR se retrouveraient dans la catégorie des fonds IFR.

## 2) Est-il possible de faire de l'ISR en investissement dans des sociétés cotées ?

Cette question aurait pu être la première. Il a été répondu peut-être un peu rapidement par l'affirmative.

En fait, c'est assez difficile. En effet, comment peut-on investir « Socialement Responsable » en investissant dans des entreprises qui ne sont pas ISR.

Le mandat confié par les actionnaires des sociétés cotées est de maximiser la rentabilité des capitaux investis. C'est un mandat confié par les apporteurs de capitaux d'une société depuis sa création. Sans être explicitement formalisée dans les statuts qui définissent le secteur d'activité et le type

d'opérations autorisées, la rentabilité des capitaux investis est le mandat central confié par les actionnaires aux administrateurs de chaque société.

Les ajouts de « raisons d'être » et/ou « d'entreprise à mission » n'ont pas changé cet ordre de priorité à la rentabilité des capitaux investis. Il suffit pour s'en convaincre de lire la rédaction des statuts de l'une des trois entreprises cotées à avoir adopté le statut d'entreprise à mission, à savoir Danone.

Cette rédaction maintient clairement la rentabilité comme principal objectif. Avec une contrainte de manière de faire qui est « la mission ».

Dès lors, il est très difficile d'investir ISR dans des entreprises dont l'objectif principal du mandat est la maximisation de la rentabilité des capitaux confiés. La responsabilité civile des mandataires sociaux peut même être remise en cause dès lors que l'ISR deviendrait le principal objectif. C'est probablement la raison qui a conduit Total à faire adopter en Assemblée générale (mai 2021) une résolution qui consiste à approuver les investissements de la société visant à répondre aux enjeux de développement durable ; à savoir les investissements dans les projets de production d'électricité renouvelables dont la rentabilité est très inférieure à celle des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz.

### 3) Est-il possible de faire de l'ISR avec des rémunérations basées sur la performance financière ?

#### a) La rémunération des décisionnaires

Si les mandataires sociaux des sociétés cotées ont aujourd'hui souvent intégré des rémunérations variables basées sur les performances ESG des sociétés, il s'agit le plus souvent d'une part très faible de leur bonus (généralement 10 à 30 % maximum). Cette rémunération ESG est donc très minoritaire. Comment, dans ces conditions, pourrait-on considérer que l'ESG est un objectif prioritaire des dirigeants ? C'est un objectif secondaire. Les décisions des dirigeants seront en conséquence d'abord guidées par la performance financière.

#### b) La rémunération des gestionnaires d'actifs

A notre connaissance, il n'existe pas à ce jour, parmi les fonds labélisés ISR, de commissions de gestion variables basées sur la performance ESG des portefeuilles. C'est un élément de l'alignement des intérêts entre les gestionnaires et la proposition ESG faite aux investisseurs.

Les gestionnaires d'actifs doivent mettre en place des systèmes de rémunérations basées sur les performances ESG de leur gestion, tant au niveau des frais de gestion des sociétés de gestion que des bonus des salariés.

La mise en pratique est un sujet classique des sociétés de gestion : comment mesurer la performance ESG d'une gestion ? Quels indicateurs ? Quelles sources ? Quelle fiabilité des données ? Quel benchmark ?



## **2- Analyse de l'ISR**

### **Réhabilitation de la durée**

#### **Elargissement des facteurs de performance**

#### **Quelques repères pour les investisseurs**

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est devenu en quelques années un sujet majeur de l'industrie de la gestion pour le compte de tiers.

Les investisseurs, les personnes physiques comme les professionnels, les émetteurs, les autorités de régulation comme les sociétés de gestion doivent l'intégrer dans leurs travaux et leur organisation.

En dehors des considérations relatives à l'évolution de notre société et des enjeux de la planète, l'ESG apporte deux éléments nouveaux fondamentaux à la gestion de portefeuille :

- L'ESG est une réhabilitation de la durée. Souhaitée par tous mais pratiquée par peu, la durée a beaucoup souffert, emportée par les considérations de performance financière à court terme.
- L'ESG augmente considérablement des indicateurs de performance d'une gestion. C'est un avantage, l'élargissement de l'univers des choix, mais aussi une difficulté compte-tenu du nombre de ces nouveaux paramètres.

Pour être un succès, encore faut-il bien comprendre de quoi on parle pour bien décider et adapter en conséquence les processus de production et notre secteur de l'investissement.

Or à ce sujet, les questions qui se posent conduisent à des amalgames, des mélanges divers et à la fixation d'objectifs nombreux et pas toujours très clairs. Ces objectifs se croisent, se font face et se concurrencent souvent sans le dire tant le foisonnement d'idées et de nouveautés est important. Le résultat est une grande confusion, un trouble marqué des investisseurs et de l'ensemble des parties prenantes de notre industrie lorsqu'il faut passer à la pratique.

Ceci nous semble le résultat d'un manque de clarification au niveau de la définition du sujet ISR/Impact/ESG appliqué à l'industrie de la gestion d'actifs.

Le sujet doit être défini au regard du mandat qui est confié aux gestionnaires pour le compte de tiers. L'objectif du mandat en question fixe un objectif généralement défini comme la réalisation de la meilleure performance financière possible.

Le résultat est facile à constater puisqu'il s'agit de calculer une performance ; par jour pour les fonds monétaires, par an pour les fonds obligataires et sur la durée de placement recommandée pour les fonds investis en actions.

Les autres éléments de tout investissement sont considérés la plupart du temps comme secondaires : risque, liquidité, fiscalité...

Certains OPCVM ont choisi un autre objectif que la performance financière. C'est le cas des fonds monétaires qui ont pour principal objectif la liquidité à un jour. La performance est alors considérée comme secondaire. Cela n'a pas empêché leur très fort développement en France il y a une trentaine d'année car le besoin de liquidité au jour le jour est un objectif majeur pour les trésoriers d'entreprises.

D'autres OPCVM ont retenu un objectif principal de risque mesuré par la volatilité de la valeur liquidative.

Enfin, une catégorie en développement, les fonds indiciels et les trackers ont pour objectifs de répliquer un indice de référence, peu importe le niveau de la performance absolue.

Par contre, l'ensemble des OPCVM de gestion dite active ont pour objectif de réaliser la performance absolue ou relative à un indice la plus élevée possible. Les autres paramètres interviennent en second niveau : volatilité (risque), liquidité, ...

La mesure de la volatilité est à la disposition des investisseurs comme indicateur secondaire. L'investissement en OPCVM actions se situe en deux dimensions avec un indicateur majeur, la performance, et un indicateur secondaire, la volatilité. L'optimisation du couple rendement/risque est réalisée avec une difficulté acceptée du mélange passé/futur. Il est acquis de considérer que les performances passées ne sont pas un gage des performances futures ; il est aussi recommandé de considérer que la volatilité passée est un bon indicateur de la volatilité prospective. Même imparfaite, l'optimisation de l'investissement en OPCVM est ainsi possible avec ces deux indicateurs.

La révolution ISR/ESG apporte une nouvelle dimension à la gestion d'actifs. En plus de la performance et de la volatilité, les investisseurs doivent considérer un ensemble de nouveaux paramètres. Ils sont nombreux. Comment les intégrer ? D'une optimisation en deux dimensions, on devrait passer à une optimisation en trois dimensions, voire en  $n$  dimensions ( $n$  = le nombre d'indicateurs ESG). On peut comprendre la grande confusion de toutes les parties prenantes pour intégrer avec efficacité une gestion en  $n$  dimensions alors que l'on a parfois du mal à bien considérer la deuxième dimension qui intègre les risques. C'est tellement plus simple et confortable de rester dans la première dimension de l'analyse unique de la performance comme indicateur de résultat. J'en veux pour preuve que les commissions variables des gestionnaires sont systématiquement basées sur la réalisation de l'objectif de performance. L'objectif de volatilité n'est pas un indicateur déclenchant de commissions de performance. A quand un indicateur de performance ESG dans la rémunération des gestionnaires d'actifs ?

Comment ajouter 80 objectifs aux 2 indicateurs déjà présents sans conduire à la plus grande confusion ? Cette confusion est présente à tous les niveaux : gestionnaires, investisseurs, analystes, régulateurs et contrôleurs.

## A – La confusion des objectifs

La liste est longue : les 17 ODD de l'ONU, les 14 indicateurs obligatoires du règlement Disclosure/SFDR et les 47 indicateurs de la directive CSRD de la Commission européenne.

Les ODD définissent des objectifs généraux et très larges.

Les autres niveaux d'indicateurs, au contraire, sont assez limités en rapport avec les enjeux globaux définis par les ODD. De nombreux éléments importants pour notre planète sont absents : rien sur la biodiversité, rien sur la santé, l'alimentation, l'agriculture, le bien-être général.

De plus, rien ne permet de dire que ces listes d'indicateurs et d'objectifs ne seront pas modifiées en permanence. Et par qui ? La stabilité des objectifs n'est pas acquise.

Le gestionnaire de capitaux pour le compte de tiers doit donc intégrer ces paramètres dans son mandat. Il doit donc modifier son mandat. Le mandat peut-il être modifié par le gérant sans l'avis des porteurs ? S'agit-il d'une modification ordinaire ou extraordinaire ?

Il y a deux éléments à définir précisément : le choix de l'objectif et la place de cet objectif dans le mandat.

### 1) Le conflit d'objectifs : le choix de l'indicateur

Parmi les 80 indicateurs, chaque gestionnaire doit afficher l'objectif, ou le groupe d'objectifs de la même famille, qu'il retient pour majeur. Il doit affirmer parmi les objectifs ceux ou celui qui lui semble le plus important ; il doit les hiérarchiser.

Ainsi chaque gestionnaire ESG doit affirmer son opinion sur l'indicateur choisi comme principal. C'est à ce niveau que l'opinion du gestionnaire doit s'afficher. Il s'agit en quelque sorte d'un acte militant du gestionnaire, d'une opinion sur la société et son évolution. Il n'y a rien de choquant à cela, les gestionnaires font partie de la Société.

C'est important au regard du nombre élevé d'indicateurs mais aussi parce qu'ils peuvent être en contradiction. Par exemple le nucléaire est une source majeure d'électricité bas carbone qui est combattue par une partie des écologistes ; de même que les éoliennes.

### 2) La place des objectifs : où se situe l'ISR/ESG ?

Le gestionnaire doit afficher quel est l'objectif principal de son mandat. Il ne peut y en avoir deux. Alors encore moins 82 ! L'optimisation des choix est impossible avec deux objectifs principaux. C'est un principe de micro-économie.

Il ne peut donc y avoir qu'un objectif principal. Les autres éléments interviennent comme des contraintes pour la réalisation de l'objectif principal.

Certains gestionnaires ont ainsi modifié leur mandat en affichant un objectif d'investisseur ISR sans avoir modifié leur mandat en conséquence. Sans avoir dit qui de l'objectif ancien de performance ou du nouveau ISR était l'objectif principal. Certains affirment même qu'ils pratiquent l'investissement ISR depuis leur création il y a plusieurs décennies. Ils faisaient de l'ISR sans le savoir !

La confusion s'apaise avec la fixation de l'objectif principal : performance, volatilité, liquidité, ESG.

Chaque gestionnaire doit afficher l'objectif principal de chaque mandat. Un objectif ISR principal fait passer au second rang tous les autres. La performance devient secondaire. Il faut simplement le dire pour ne pas prêter à la confusion, pour respecter son mandat. Ne devrait être retenu le terme ISR, terme auquel nous assimilons la notion d'investissement à Impact, que pour les fonds ayant adopté un indicateur ESG comme objectif principal.

Qualification	Objectif principal	Objectif secondaire	Autres objectifs
<b>ISR/Impact</b>	Emissions de carbone	Performance	Volatilité
<b>ISR/Impact</b>	Réduction des émissions de carbone	Performance	Liquidité
<b>ISR/Impact</b>	Gouvernance	Performance	Volatilité
<b>ESG</b>	Performance	Emissions de carbone	Volatilité
<b>ESG</b>	Performance	Réductions des émissions de carbone	Volatilité
<b>ESG</b>	Performance	Gouvernance	Volatilité
<b>Classique</b>	Performance	Volatilité	-
<b>Classique</b>	Performance	Liquidité	-
<b>Monétaire</b>	Liquidité	Performance	-

La clarification de la hiérarchie des objectifs permet à toutes les parties prenantes de s'y retrouver. La comparaison des fonds devient possible. L'analyse des résultats également.

Il faut reconnaître que la confusion vient également de la classification officielle des autorités de régulation qui est d'interprétation difficile. Les classifications ESG de la Commission européenne (SFDR) et de l'AMF se sont à ce jour principalement préoccupées de la communication des sociétés de gestion. Le Label ISR n'adopte pas non plus une telle segmentation. Les fonds labellisés ISR peuvent afficher des objectifs de performance comme principaux. Il s'agit plutôt d'une qualification ESG dans notre tableau ci-dessus.

### 3) Comment concilier performance financière et ISR/ESG ?

L'analyse ne permet pas d'affirmer que la performance d'une gestion ESG sera meilleure ou moins bonne qu'une gestion non ESG. Les facteurs positifs et négatifs se mélangent.

Les 3 éléments composant la performance :

- ➔ Le rendement courant (dividende, résultat annuel, cash-flow annuel)
- ➔ La croissance à moyen terme du rendement
- ➔ La valorisation boursière

Ces trois éléments sont d'importance différentes selon les sociétés, les secteurs et les périodes ; selon les gestionnaires également. Un gérant Value aura une grande attention au rendement courant et à la valorisation. Un gérant Croissance aura, par définition, plus d'intérêt pour la croissance.

Les deux premiers éléments de cette performance (rendement et croissance) dépendent des entreprises ; le dernier (valorisation) dépend du marché boursier.

#### a) Rentabilité des capitaux investis et ESG

L'intégration des externalités négatives par les entreprises devrait conduire à une réduction de la rentabilité des investissements. L'ESG a un coût. Produire le même produit avec la contrainte ESG et le vendre au même prix diminue la rentabilité des entreprises.

Sauf à ce que les produits ESG fabriqués par les entreprises puissent être vendus à un prix supérieur au même produit non ESG. C'est le cas des produits alimentaires Bio ; c'est le cas de la voiture électrique.

#### b) Croissance et ESG

Le développement des produits ESG est et sera supérieur aux produits non ESG ; c'est une prévision assez peu contestable. Il y aura de la croissance pour les produits innovants ESG. Pour les autres, soit il y aura substitution des produits ESG au détriment des produits actuels, soit il y aura déclin. Globalement, la somme sera peu différente de zéro.

#### c) Valorisation boursière

Les investisseurs ESG vont concentrer leurs investissements vers les meilleures entreprises ESG. Il y aura donc une revalorisation des multiples des entreprises ESG. La performance des gérants ESG en bénéficiera.

## B – La confusion ISR et anti-capitalisme

De nombreux thèmes de l'ESG sont défendus depuis parfois de nombreuses années par des groupes sociaux et/ou politiques qui s'affichent clairement anti-capitalistes. Dans le prolongement de leur combat, il est parfois défendu l'idée que l'intégration de l'ESG dans la gestion d'actifs comme dans la société en général ne peut se faire qu'avec la remise en cause du capitalisme et de l'économie de marché libre.

Il faudrait être anti-capitaliste pour faire de l'ESG.

Encore une confusion majeure. Le capitalisme n'est pas un objectif, c'est un moyen pour allouer les ressources afin d'atteindre un optimum sous contrainte. Encore un sujet de micro-économie.

Et ce n'est pas parce que le capitalisme a prospéré depuis un siècle en même temps que les émissions de carbone et donc les conditions du réchauffement climatique programmé qu'il ne peut pas être un moyen pour trouver une solution. Ce n'est pas parce qu'il connaît un essoufflement certain, cf le ralentissement structurel de la croissance des pays riches en même temps que des nombreux dysfonctionnements majeurs (inégalités, crises), qu'il n'est pas un moyen possible.

Il peut même se montrer très efficace pour le cas de la gestion des biens communs. La crise du Covid en a donné une illustration. Pour la première fois peut-être dans l'histoire récente de l'humanité, le bien commun de la santé de la population de la planète a été géré de manière implicitement concertée au niveau mondial. L'enchaînement des interventions des Etats et de la puissance de réaction du capitalisme a permis de fabriquer des vaccins à grande échelle dans un délai record. C'est l'association des interventions des Etats et de la recherche du profit par les laboratoires privés qui a permis cette rapidité aujourd'hui saluée.

En sera-t-il de même pour le réchauffement climatique ? L'enjeu est sans rapport.

## C- La confusion des entreprises vertueuses et des autres

Nous partageons une vision plutôt négative des effets du réchauffement climatique et plutôt positive de l'évolution des entreprises.

Nous pensons que l'ensemble de l'économie est en train de se transformer. Nous pensons que cette révolution est en marche et que rien ne l'arrêtera. Les différentes parties prenantes ont bien pris conscience des enjeux : consommateurs, entreprises et autorités publiques. Même si cela ne va pas assez vite, et que l'interrogation porte sur l'importance plus ou moins dramatique du niveau du réchauffement, le mouvement est sérieusement engagé.

Alors comment choisir les entreprises, comment noter les entreprises sur l'ESG ? Faut-il retenir les entreprises déjà vertueuses ? Faut-il retenir les entreprises qui ont engagé leur transformation ? Faut-il accompagner les entreprises les plus polluantes par exemple pour les conduire à modifier leurs pratiques ?

Les entreprises sont en train de modifier les produits proposés au marché, ne serait-ce que parce que la demande de produits ESG progresse dès aujourd'hui au détriment des autres ; c'est une question de pérennité. Reste que cette évolution peut se faire avec des rentabilités sur capitaux investis inférieures à celle de leurs anciens investissements.

Au sein des entreprises vont coexister des activités ESG et des activités non ESG. Le meilleur exemple est Total, une des entreprises les plus émettrices de carbone, qui est engagée dans l'investissement vers les énergies renouvelables. 20% des investissements annuels de Total sont aujourd'hui dans les énergies renouvelables. Ainsi peut-on qualifier d'investissement à Impact 20 % des investissements annuels de Total. Total est-elle une entreprise à Impact ? Total mérite-t-elle de figurer dans un portefeuille ESG ?

Nous pensons que c'est le cas, Total est une entreprise à impact pour 20 % de ses investissements quand bien même seulement 5 % de son mix énergétique est aujourd'hui renouvelable. On peut souligner que Total accepte une réduction de la rentabilité sur capitaux pour ses investissements renouvelables, 10% cible avec levier élevé contre 20% avec levier faible pour les projets pétroliers. Comme pour les gestionnaires d'actifs, les investissements ISR, le renouvelable de Total, sont réalisés avec un objectif de rentabilité qui n'est plus l'objectif principal.

On peut comprendre que Total sollicite ses actionnaires sur ce point (AG du 28 mai 2021, cf. ci-dessous) pour obtenir leur accord en Assemblée générale car il s'agit, encore une fois comme pour les gestionnaires d'actifs, d'une modification de l'objectif principal de l'entreprise, à savoir la rentabilité des capitaux investis. Cet objectif, qui est plus ou moins explicitement le mandat des actionnaires des sociétés cotées confié aux dirigeants de leur société, est logiquement en passe de ne plus être le principal objectif pour un certain nombre des investissements des entreprises.

Après se pose la question d'investir sur le meilleur élève de la classe ou sur celui qui a le plus de potentiel d'amélioration. A chaque gestionnaire de choisir, et de le décrire dans sa méthode de gestion.

## D - Information des porteurs, communication aux investisseurs

L'intégration de nouveaux critères de sélection des valeurs justifie que les investisseurs présents comme nouveaux, en soient informés.

Pour les fonds ESG tels que définis dans cette note, il s'agit de préciser les critères ESG retenus et privilégiés : les émissions de carbone, les critères environnementaux de recyclage, la gouvernance, les critères sociaux.

Si l'objectif principal de performance est maintenu, le mandat actuel est maintenu dans son objectif principal ; le ou les critères ESG étant secondaires.

Pour ce qui est des critères financiers, les fonds doivent aujourd'hui déclarer dans leur prospectus les principaux critères financiers privilégiés par chaque fonds : Value, Croissance, Market timing, opérations financières, cash-flow, bilan...

Il en est de même pour les critères ESG. Chaque fonds doit annoncer ceux qui sont retenus par le gérant.

En terme d'information des porteurs, il s'agit d'un complément à la méthodologie de gestion.

Pour les fonds ISR tels que définis dans cette note, le changement de l'objectif principal, le remplacement de la performance par un critère ESG défini très précisément, constitue un changement du mandat, un changement d'objet social.

Cette problématique est identique pour les sociétés cotées. En cas d'adoption de critères ESG pour objectif principal, elles doivent en conséquence modifier leur objet social, souvent défini en référence à un secteur d'activité et aux métiers que la société développe, pour intégrer le fait que la rentabilité des capitaux investis n'est plus l'objectif principal.

Cela pourrait être le cas des entreprises à mission. La réalité n'est pas aussi claire car le statut d'entreprises à mission n'impose pas une relégation des objectifs financiers aux seconds postes. Les objectifs financiers et non financiers peuvent coexister sans ordre protocolaire. La loi n'est pas dirigiste sur ce point. La mission peut en effet tout-à-fait être une mission secondaire subordonnée à l'objectif principal. En adoptant le statut d'entreprise à mission, Danone n'a pas subordonné la performance financière à la réalisation d'objectifs ESG car la mission est définie de la manière suivante : « la Société entend générer un impact social, sociétal et environnemental positif et significatif dans l'exercice de ses activités. » (règlement intérieur du Conseil d'Administration, 10/12/2020). Difficile dans ce cas de qualifier Danone d'entreprise à Impact ou d'entreprise ISR. Les derniers événements confirment cette lecture de la place de la mission chez Danone. Le remplacement en mars 2021 du président directeur général a été justifié par le conseil d'administration par une insuffisance de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise et par une performance boursière très inférieure à ses comparables sectoriels. La mission est là, mais elle est secondaire.

Une entreprise à Impact, ou entreprise ISR, doit avoir comme principal objectif de renoncer à la maximisation de la rentabilité des capitaux investis. En se donnant une finalité d'ordre social et/ou environnemental, on peut dans ce cas considérer que la rentabilité des capitaux devient secondaire après la réalisation de la « mission » définie dans les statuts.

C'est le cas par exemple de Etic Foncière (société immobilière basée à Lyon) qui affiche comme objectif de proposer des loyers inférieurs de 30 % aux loyers de marché ; et donc forcément avec un objectif sous-jacent de plus faible rentabilité des capitaux investis. C'est également le cas d'Habitat et Humanisme dans l'immobilier.

On pourrait qualifier d'ESG les entreprises qui, tout en conservant un objectif principal de rentabilité, ont décidé d'adopter des critères ESG pour atteindre cet objectif. C'est le cas des entreprises qui adoptent une raison d'être qui exprime le plus souvent des critères sociétaux et environnementaux. La raison d'être est une manière d'atteindre l'objet social dans le cadre d'un objectif principal de rentabilité des capitaux investis.

Le sujet juridique est important car les actionnaires ont historiquement mandaté les dirigeants pour réaliser les investissements les plus profitables. Même si ce n'est pas explicitement écrit dans les statuts des sociétés, c'est un objectif historique du capitalisme depuis la création de la société par action. Cet objectif est implicitement inscrit dans le fonctionnement génétique d'une société de capitaux. Pour qu'il n'en soit pas ainsi, il conviendrait de l'inscrire dans les statuts, ce qui est possible.

L'ambiguïté des notions de mission et de raison d'être mériterait d'être clarifiée. C'est un débat d'actionnaires.

Ainsi par exemple, on peut comprendre la résolution 14 proposée par Total aux votes des actionnaires au cours de son assemblée générale du 28 mai 2021 qui visait à demander l'accord des actionnaires sur la nouvelle politique de la société (« Avis sur l'ambition de la société en matière de développement durable et de transition énergétique ».) Cette nouvelle politique de Total vers les énergies renouvelables est une stratégie à Impact car la rentabilité attendue de ces investissements est proche de 10 % avec un très fort effet de levier alors que la rentabilité des projets pétroliers est couramment comprise entre 15 à 25% avec un faible effet de levier. Total est donc un investissement ISR à Impact !

Il n'y a pas de doute sur cette qualification de Total investisseur à Impact. La question porte sur l'importance de ces investissements à Impact, aujourd'hui 20% des investissements totaux de l'entreprise, et sur l'augmentation de ce pourcentage, voire sur la cession des activités pétrolières. C'est un autre débat.

Ce qui est certain, c'est que Total a décidé d'abandonner la maximisation de la rentabilité de ses capitaux pour 20 % de ses investissements. D'où la logique d'obtenir l'accord des actionnaires.



### 3- ANALYSE FINANCIERE DE L'ESG

## Comment mesurer le degré d'ESG d'un portefeuille ? (Disclosure, Label ISR, AMF, Taxonomie)

L'ESG est un progrès pour l'investissement comme il en est un pour notre société et notre économie.

La mesure de ce progrès est indispensable pour l'ensemble des acteurs concernés du secteur de la gestion d'actifs : émetteurs, investisseurs, régulateurs, contrôleurs et analystes financiers.

Comment mesurer ce progrès ?

Le développement accéléré de cette innovation financière dans l'écosystème de la gestion pour le compte de tiers rend indispensable la validation d'une méthode quantitative. Tous les intervenants du secteur et principalement les investisseurs doivent s'entendre sur un indicateur suffisamment fiable pour permettre les comparaisons : historique, entre émetteurs, entre gestionnaires, entre pays...

Dans l'histoire très récente de la gestion d'actifs, toutes les innovations ont fait l'objet de travaux pour quantifier le degré d'innovation. 2 exemples :

- a) Dans le domaine des fonds monétaires, le développement de ce marché dans les années 1990 a conduit à segmenter les différents fonds en fonction de la sensibilité (ou la durée) des portefeuilles aux variations des taux d'intérêt. Cette mesure mathématique a permis de comparer les fonds selon un indicateur calculé qui renvoyait à une segmentation : monétaire classique, monétaire prudent, monétaire dynamique.
- b) Pour les fonds actions, une mesure de l'exposition au marché des actions est reconnue à la volatilité historique de la valeur liquidative. Cette mesure du risque, bien qu'imparfaite, permet également de nombreuses comparaisons nécessaires à la décision d'investissement.

Dans les deux cas, il s'agit d'une mesure des risques de l'investissement, appréciés par la sensibilité de la valeur des portefeuilles à une variation de marché : des taux d'intérêt pour les fonds obligataires ou monétaire, à la variation des cours de bourse pour les fonds actions.

Pour ce qui concerne l'ESG, il nous faut trouver un indicateur financier calculé, simple et reconnu par tous pour permettre aux investisseurs de prendre leurs décisions en connaissance de causes.

Aujourd'hui, il y a plusieurs classifications existantes dont aucune n'est basée sur des indicateurs quantitatifs.

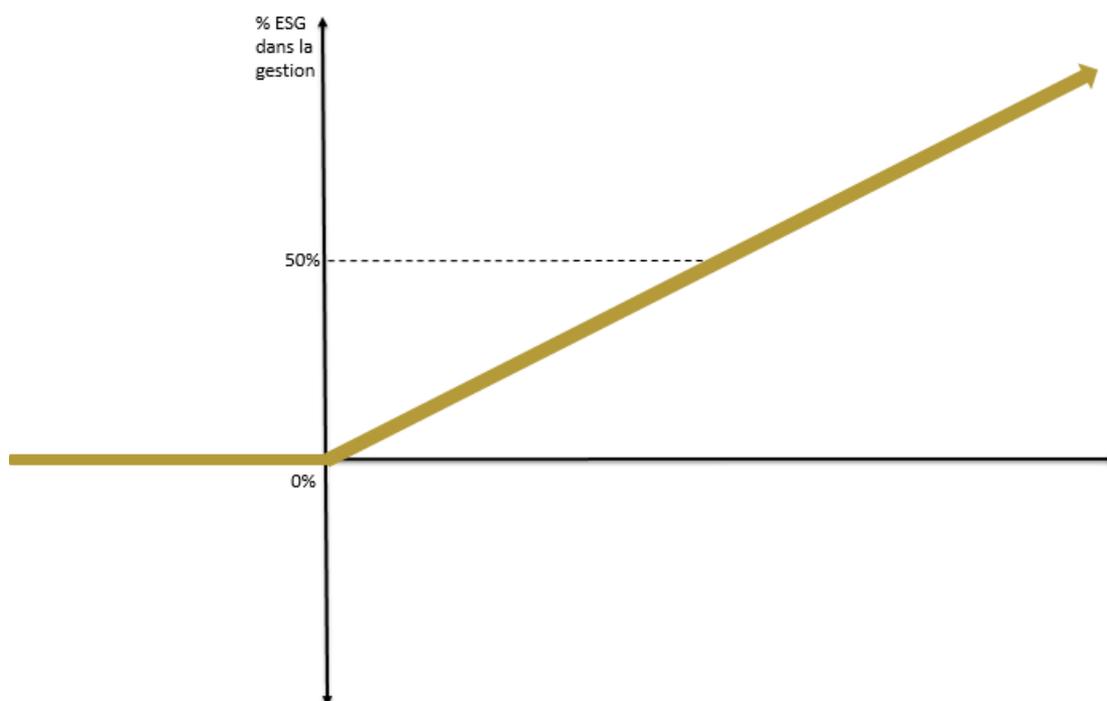
### 1) Le taux d'ESG d'un portefeuille

La part « verte » du chiffre d'affaires nous semble un indicateur fiable et facile à obtenir pour apprécier l'ESG d'un portefeuille. Oubliant le S et le G, il est partiel. Néanmoins, il mesure bien le sujet pour les gestions qui donnent la priorité à l'environnement.

Il permet une comparaison entre émetteurs, entre gestionnaires et dans le temps. C'est un indicateur qui peut être un objectif quantifiable pour une gestion comme pour les émetteurs.

Il peut faire l'objet de normes pour déterminer une classification.

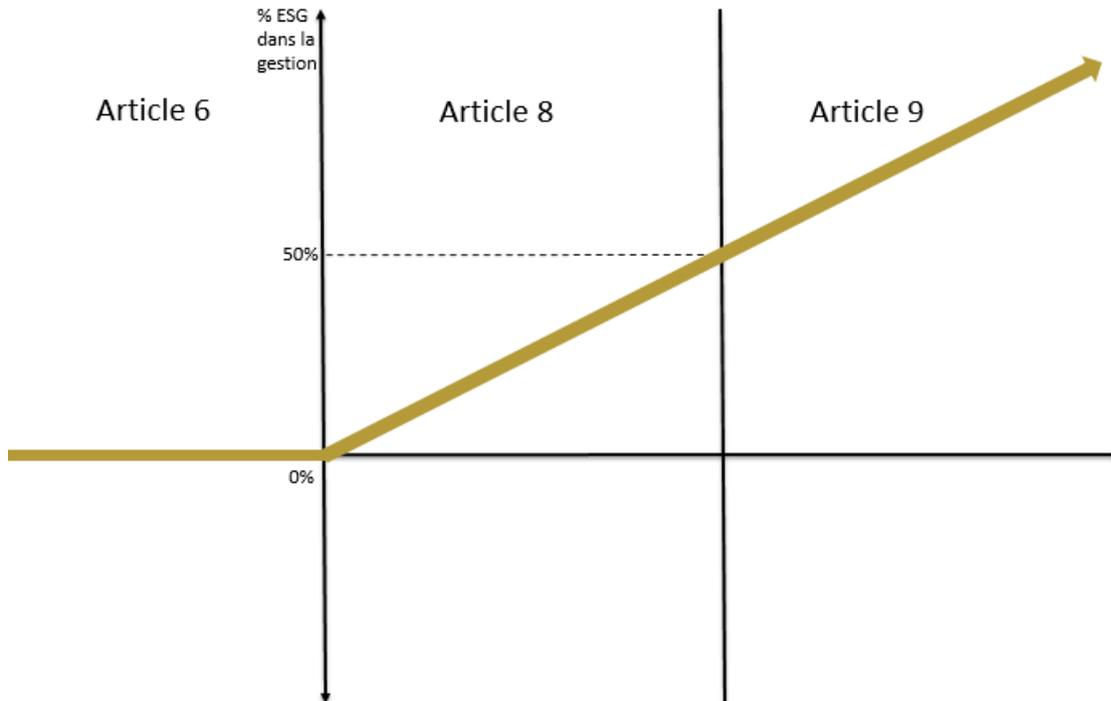
#### Classification des fonds selon le % de critères ESG dans la stratégie de gestion



2) SFDR, classification selon 3 intervalles

- Pas d'ESG dans les critères de gestion (article 6)
- Intégration de l'ESG dans les critères de gestion (article 8)
- L'ESG critère principal de la gestion (article 9)

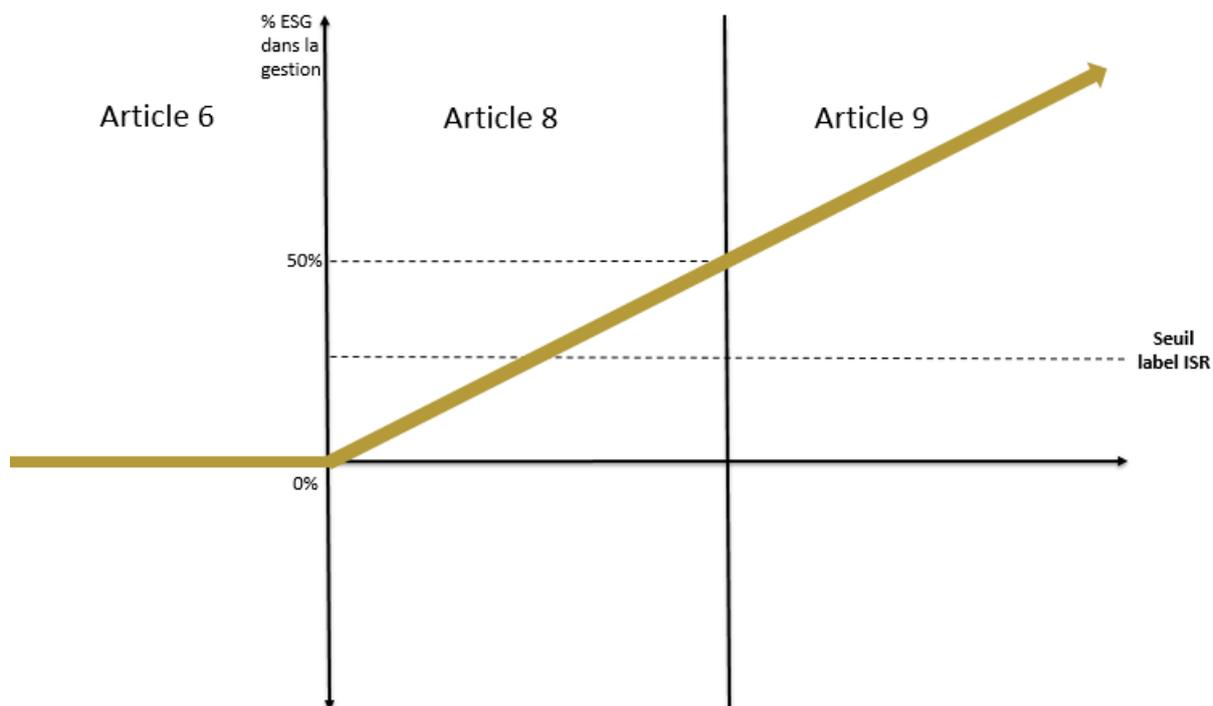
Classification des fonds selon le % de critères ESG dans la stratégie de gestion



### 3) Le label ISR

C'est une classification basée sur l'obtention par le portefeuille d'une notation supérieure à l'univers d'investissement du fonds. Il peut se traduire par l'atteinte d'un minimum de part verte du chiffre d'affaires.

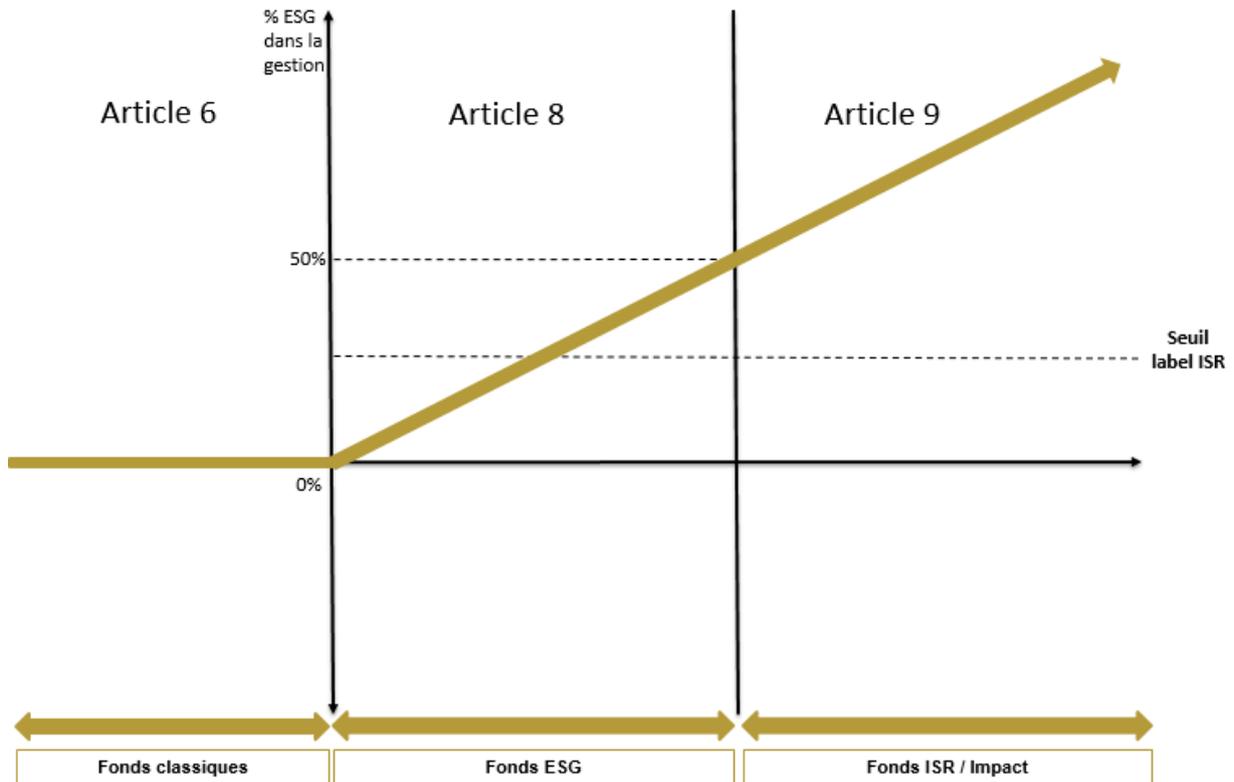
Classification des fonds selon le % de critères ESG dans la stratégie de gestion



4) Classification selon l'objectif du fonds

- Pas d'objectif ni utilisation d'indicateur ESG : → fonds classique
- Objectif du fonds : principal (performance) secondaire (ESG) : → fonds ESG
- Objectif principal du fonds : ESG → fonds ISR

Classification des fonds selon le % de critères ESG dans la stratégie de gestion





## 4- ESG et PERFORMANCE

### L'investissement ESG est-il compatible avec un objectif de performance ?

L'ESG transforme les entreprises en profondeur : produits, processus de fabrication, relations avec l'ensemble de leur écosystème (salariés, clients, fournisseurs, actionnaires).

#### 1 - La performance des entreprises peut se regarder à trois niveaux :

- a) La performance économique : le chiffre d'affaires

Cette transition est du même ordre d'ampleur que la transition numérique. Elle va avoir des conséquences majeures pour de nombreuses entreprises. Certaines entreprises ne vont pas réussir cette transformation (exemple pour la transition électrique des constructeurs auto : Fiat et Opel ont de fait disparu en étant rachetés par un concurrent). D'autres vont en profiter pour développer leur chiffre d'affaires et prendre des parts de marché.

A long terme, la performance d'un portefeuille d'actions ESG sera positif car les entreprises ESG vont gagner des parts de marché au détriment des autres.

- b) La performance financière : la rentabilité des capitaux investis

Cette transformation a un coût. Qui va le payer ? Les entreprises, les clients, l'Etat ?

Le coût de la transition sera supporté entre les entreprises par une baisse de marge et les clients par une hausse des prix (les produits Bio sont plus chers que les produits conventionnels, une voiture électrique est plus chère à l'achat qu'une voiture essence).

La performance des investisseurs en actions sera affectée négativement par l'intégration de ces coûts.

## c) La performance boursière : le cours de bourse

La performance boursière des entreprises ESG comme des autres est déterminée par l'offre et la demande de titres sur le marché. Les flux de capitaux vers l'ESG vont favoriser les cours des sociétés ESG, sans exclure les bulles des marchés boursiers.

A court terme, le comportement des opérateurs de marchés pourra conduire à des performances très positives ou très négatives selon les cycles boursiers. L'attrait pour les énergies renouvelables a conduit par exemple à de très bonnes performances boursières en 2020. Le niveau élevé de valorisation, qui se rapprochait d'une bulle, a conduit à une correction des cours en 2021. Dans les deux cas, ces évolutions ne doivent pas conclure sur la véritable performance de long terme de ces entreprises.

Les effets de l'ESG sur les performances économique, financière et boursière d'une entreprise :

	Indicateur	Horizon Court terme	Horizon long terme
Performance économique	Chiffre d'affaires	=	++
Performance financière	Rentabilité des capitaux investis	-	=
Performance boursière	Cours de bourse	++/--	++

## 2- Le Cas IMMOBILIER 21

IMMOBILIER 21 est un fonds Value ESG Climat.

L'objectif principal est la réalisation des meilleures performances absolue et relative possibles.

L'objectif ESG du fonds est centré sur le climat. Il est matérialisé par la maximisation de la part des surfaces labellisées au regard de leurs performances énergétiques.

Cet objectif ESG vient renforcer l'objectif de performance car les immeubles certifiés bénéficient de trois avantages majeurs :

- ➔ La performance économique sera améliorée par la réduction du risque de vacance en raison de l'attrait locatif renforcé des bâtiments aux meilleures performances énergétiques possibles ;
- ➔ La performance financière sera améliorée par un niveau de loyer supérieur pour les immeubles certifiés par rapport à celui des immeubles énergétiquement dépassés ;

- La performance financière sera améliorée au niveau de l'accès et du coût du financement qui seront facilités pour les entreprises dont les immeubles auront les meilleures certifications.

La performance ESG du fonds IMMOBILIER 21, matérialisée par la part des surfaces certifiées, renforce la performance financière du fonds. L'ESG sera un contributeur réel à la performance financière du fonds.

### 3- Le cas ACTIONS 21

ACTIONS 21 est un fonds Value ESG Climat.

L'objectif principal est la réalisation des meilleures performances absolue et relative possibles.

L'objectif ESG du fonds est centré sur le climat. Il est matérialisé par les indicateurs de part verte du chiffre d'affaires et de réduction des émissions de carbone des entreprises.

Cet objectif ESG vient renforcer l'objectif de performance car les entreprises les plus performantes sur ces indicateurs ESG connaîtront :

- Les meilleures performances économiques par un développement du chiffre d'affaires,
- Les meilleures performances financières par une capacité à absorber et transmettre aux clients les coûts de cette transition,
- Les meilleures performances boursières par l'attrait qu'elles vont avoir pour les investisseurs qui cherchent à verdir leurs investissements (flux de capitaux positifs).

La performance ESG du fonds ACTIONS 21 renforce sa performance financière. L'ESG sera un contributeur réel à la performance financière du fonds.

## 4- Conclusion

En conclusion, cette transformation majeure des entreprises et les principes d'intégration ESG retenus par GESTION 21 pour les deux fonds IMMOBILIER 21 et ACTIONS 21 doivent permettre de réaliser des performances économique, financière et boursière positives parce que ces deux fonds pratiquent une gestion active.

Toutes les entreprises ne seront pas gagnantes, toutes les gestions ne seront pas gagnantes, place au stock picking.

L'ESG constitue pour GESTION 21 un catalyseur des performances des deux fonds IMMOBILIER 21 et ACTIONS 21.



## 5- Comment faire évoluer les entreprises sur l'ESG ?

### L'Offre, la Demande et la Réglementation : qui fait quoi ?

#### Le rôle central de la contrainte réglementaire

Pourquoi les entreprises ne s'engagent-elles pas naturellement, toutes seules comme des grandes, dans la voie de la transition ESG ?

La contrainte réglementaire est un facteur majeur, probablement indispensable. Sans une évolution de la réglementation, l'ESG progressera lentement et insuffisamment pour réduire réellement les émissions de carbone.

Pour 2 raisons :

- L'égalité de traitement des entreprises, il faut une concurrence loyale et donc des règles identiques pour toutes les entreprises. Une entreprise peut difficilement s'engager dans un programme coûteux de réduction de ses émissions de carbone alors que cela ne serait pas le cas de ses concurrents. Elle affaiblirait sa position concurrentielle.
- Le mandat des entreprises est la maximisation de la rentabilité des capitaux investis. Donner la priorité à des critères ESG au détriment de la rentabilité n'est pas dans le mandat des entreprises. On peut reconnaître qu'il y a une ambiguïté pour les entreprises qui ont adopté le statut d'entreprise à mission. Elles sont peu nombreuses à la cote, 3 seulement, avec une rédaction confuse qui entretient le doute (Cf. Danone).

Ce n'est pas pour des raisons de lobbies sectoriels, ou corporatistes (type les X, les fonctionnaires ENA,...).

C'est parce que l'ESG a un coût, facile à voir au niveau des sociétés industrielles, mais également dans les sociétés de services (difficile de dire le contraire lorsque l'on voit le nombre d'heures de travail de l'équipe Gestion 21 sur le sujet).

Donc l'ESG réduit la rentabilité des capitaux employés des entreprises.

La pression sur les entreprises est un moyen d'action utile, mais forcément en opposition avec les entreprises, en position de conflit avec leur mandat ; donc de portée insuffisante.

Pas étonnant que l'on avance si lentement sur le sujet.

Donc il faut une contrainte réglementaire ; l'évolution du secteur automobile est le meilleur exemple : c'est un secteur industriel qui est très engagé vers la transition électrique.

La réglementation carbone du secteur automobile a essayé pendant 10 ans de sensibiliser les consommateurs avec une obligation d'information sur les émissions de carbone (affichage des grammes de carbone par kilomètre parcouru), puis avec la mise en place d'un barème de bonus/malus au moment de l'achat d'un véhicule neuf.

Ces deux réglementations se sont révélées très peu efficaces.

En 2020, la Commission européenne a mis en place un malus directement auprès des constructeurs en fonction de la moyenne des émissions de carbone des véhicules vendus dans une année ; avec des pénalités pouvant atteindre plusieurs milliards d'euros par constructeur. En conséquence, les constructeurs ont engagé de très importants investissements dans le véhicule électrique avec des engagements de réduction, voire de disparition des véhicules essence et diesel des catalogues en 2030. Les constructeurs qui ne l'ont pas fait ont disparu (Fiat, Opel).

Si on avait limité les émissions de carbone pour produire une tonne de ciment, les Lafarge et autres cimentiers auraient bougé un peu plus.

Sans cette contrainte réglementaire, le mouvement vers l'ESG sera lent et conditionné au bon vouloir de la demande et de l'offre. Sans certitude aucune de résultats.



## **6- LA STRATEGIE ESG DE GESTION 21**

### **INVESTIR A LONG TERME DANS DES ENTREPRISES AU CŒUR DE LA REVOLUTION EN MARCHE DE L'ECONOMIE DURABLE**

La gestion des portefeuilles gérés par GESTION 21 est le résultat d'un processus basé sur une approche particulière propre à la société. Cette approche repose sur un certain nombre de principes et d'opinions qui sont résumés dans le présent document.

Si les principes sont un héritage des éléments ayant conduit à la création de la société il y a 15 ans, l'approche n'est pas figée ; leur mise en musique avec l'intégration de l'ESG est amenée à se poursuivre et s'affiner progressivement tant la novation ESG est fondamentale et récente.

La stratégie d'investissement ESG de GESTION 21 peut se résumer de la manière suivante : investir à long terme dans des entreprises qui vont être au cœur de la révolution en marche de l'économie durable. Cela pourrait être la raison d'être de GESTION 21.

## A - LE CONTEXTE

### 1) Urgence

La situation de nos sociétés est aujourd'hui remise en cause par les évolutions de notre environnement. C'est une nouveauté mais nous sommes obligés de nous intéresser au monde qui nous entoure. Nous avons l'obligation d'en être préoccupés sous réserve de disparaître. Ce n'est plus un sujet réservé aux philosophes ni aux futurologues.

Les problèmes sont nombreux. Ils ont été rassemblés dans plusieurs catégories dont les principales sont derrière les trois lettres ESG (Environnement, Social et Gouvernance). D'autres sujets sont également au centre des préoccupations comme la santé, le bien-être de la population...

Parmi tous ces sujets, dont la liste est aussi grande que variable, l'erreur serait de les considérer avec la même importance face aux enjeux de la planète

Après deux décennies (1er rapport du GIEC en 1990) à établir le diagnostic sur l'évolution de l'écosystème de l'économie mondiale, le consensus est aujourd'hui établi que la situation est grave et incertaine. Les débats ne portent plus sur le constat, ils concernent l'état de gravité plus ou moins prononcé du réchauffement climatique que nous devons affronter.

C'est pourquoi Gestion 21 considère que le climat est le principal enjeu, celui qui est central et le plus déterminant pour la survie de notre société. Les autres éléments sont importants mais secondaires. A vouloir courir trop d'objectifs, le risque est de n'en réaliser aucun.

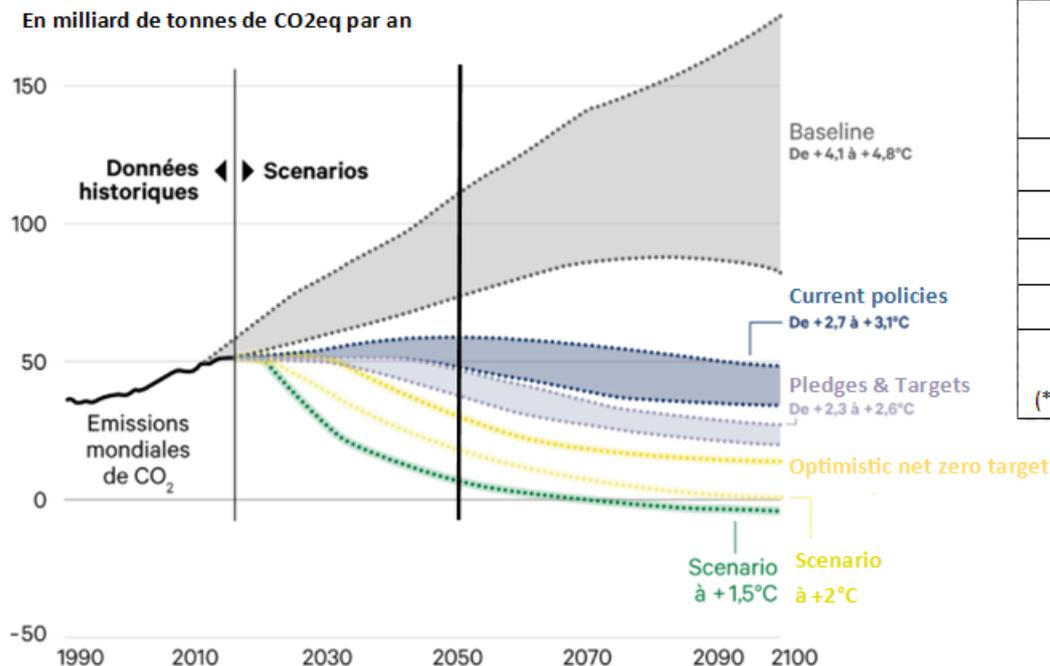
La préservation du climat, plus précisément la limitation du réchauffement de la planète à 2° (l'accord de Paris en 2015 prévoyait un réchauffement de 1,5°, porté à 2° depuis) suppose une limitation des émissions de gaz à effet de serre, et donc principalement des émissions de carbone.

Il faut essayer de ne pas être pessimiste en raison de la difficulté à agir rapidement pour réduire significativement les émissions de carbone. Rapide et significatif, deux adjectifs ambitieux ! L'organisation des économies mondiales (mondialisation de la production et des échanges, inégalités des niveaux de richesse entre pays) ne peut en effet conduire qu'à une lente réduction des émissions de carbone.

Néanmoins, la prise de conscience est aujourd'hui globale, les entreprises comme les Etats et les citoyens sont engagés dans cette transition. Même si le rythme est très insuffisant. Tous les acteurs économiques doivent contribuer en priorité à cet objectif, chacun à son niveau. La gestion d'actifs comme les autres.

## Des évolutions à confronter aux scénarios du GIEC

En milliard de tonnes de CO<sub>2</sub>eq par an



Années	Emissions mondiales de gaz à effet de serre (en Mds de tonnes de CO <sub>2</sub> eq)
1990	35
2000	37
2010	47
2016	50
2050e (*Current policies)	60*

Les gaz à effet de serre sont mesurés en "équivalents de dioxyde de carbone" (CO<sub>2</sub>eq).

Sources : OUR WORLD IN DATA // LES ECHOS PLANETE

## 2) ESG et Economie de marché

Le capitalisme est un mode d'organisation de l'économie qui peut être critiqué dès lors que son objectif est centré sur la seule recherche du profit à court terme. Certains le critiquent même pour la recherche du profit tout court.

Pour autant, la critique de la recherche du profit ne nous semble ni généralisable, ni réaliste. Les difficultés du Capitalisme (ralentissement de la croissance, mesure imparfaite des critères du progrès, accroissement des inégalités) se mélangent avec l'enjeu majeur du réchauffement climatique pour conduire certains à rejeter l'économie de marché.

L'économie de marché ne s'oppose pas, n'est pas un obstacle à la démarche de lutte contre le réchauffement climatique et les émissions de carbone. Par exemple, la mise en place d'une véritable taxe carbone est un outil de marché encore peu utilisé pour lutter contre les émissions de carbone (cf. le rapport de Jean Tirole et Olivier Blanchard « Les grands défis économiques », juin 2021).

Il ne faut pas être anti-capitaliste pour faire de l'ESG.

### 3) ESG et Gestion d'actifs

La durée, trop souvent reléguée au second plan des préoccupations des métiers de l'investissement, est réhabilitée par l'ESG. La prise en compte de critères d'investissement ESG redonne de l'importance à la durée. Les engagements de réduction des émissions de carbone sont fixés à l'horizon de 2050 ; rarement un tel horizon n'avait été fixé par les entreprises.

Par ailleurs, l'ESG apporte un ensemble de nouveaux critères d'investissement qui vont renforcer les facteurs de performance. La gestion d'actifs va utiliser davantage d'éléments pour réaliser des choix d'investissement.

La transformation des économies est incontournable. Les entreprises non ESG, les entreprises qui ne vont pas intégrer d'indicateurs ESG dans leur fonctionnement et leur production, vont connaître des difficultés parce que les clients vont s'en détourner. La pérennité des entreprises va les conduire à se transformer en entreprise ESG. C'est notre conviction.

Toutes ne le feront pas au même rythme ; certaines vont souffrir plus que d'autres. De nouvelles entreprises vont émerger. Les opportunités de performance pour les gérants d'actifs vont évoluer en conséquence ; les risques pour les entreprises retardataires aussi.

Performance et Risque, un tandem bien connu des gestionnaires d'actifs ; avec une grille d'indicateurs fortement élargie.

### 4) GESTION 21 : investisseur de long terme

Gestion 21 est constituée depuis sa création avec des valeurs d'investisseurs de long terme dans les entreprises. La durée est, parfois à nos dépens tant les marchés ont des évolutions de court terme violentes et parfois imprévisibles, un principe fondamental de nos choix d'investissement.

La préférence pour l'analyse économique et financière est ancrée dans les pratiques de gestion des portefeuilles par les collaborateurs qui sont passionnés par la recherche d'idées, l'élaboration d'indicateurs pertinents pour justifier les investissements réalisés. La passion, la mesure, la justification et l'explication sont des mots-clés de l'entreprise.

L'intégration de facteurs majeurs de l'investissement à long terme comme le sont les indicateurs ESG est donc tout à fait naturelle pour Gestion 21. L'ESG est une réhabilitation de la durée dans le métier de gestionnaire d'actifs. La labellisation ISR est une évolution qui concrétise cette démarche d'investisseur de long terme.

Cette approche globale de long terme se retrouve dans plusieurs éléments de l'entreprise depuis sa création. On pourra en citer deux auxquels les deux associés fondateurs sont particulièrement attachés :

- ➔ Gestion 21, école de formation et de recrutement des jeunes. Sur les 7 dernières années (depuis 2015), la société a accueilli au total 38 stagiaires pour des stages de 6 mois. Sur les 12 collaborateurs de l'entreprise, 7 ont été recrutés après un stage dans l'entreprise.
- ➔ Gestion 21, bureau de recherche de nouveaux indicateurs d'analyse financière. En avance sur le marché de l'analyse financière, Gestion 21 a proposé plusieurs indicateurs novateurs démontrant la valeur accordée par la société à la durée d'investissement. Exemples d'indicateurs pour l'immobilier coté : taux de vacance, rapport loyer/salaire tertiaire, taux d'intérêt critique...

Une autre valeur très forte de l'entreprise est la préférence marquée pour la qualité plutôt que pour la quantité dans de très nombreux domaines : analyse financière, choix de gestion, développement des encours, reporting investisseurs...

La société a permis autant que possible aux collaborateurs de redéfinir leur propre lieu de travail et de vie en rapport avec leurs aspirations personnelles. Ainsi la société, grâce aux nouvelles technologies de communication, pratique le télétravail depuis de nombreuses années. La société est implantée sur 3 sites (Paris, Aix en Provence et Bordeaux)

## B – LES CHOIX ESG DE GESTION 21

### 1) L'objectif principal : performance d'une gestion Value

Afficher la performance et l'ESG comme objectifs principaux concomitants n'est pas crédible.

Le risque de conflit d'objectifs conduit les agents économiques à hiérarchiser les objectifs entre eux. Avoir plusieurs objectifs n'est pas possible durablement car il y a forcément des moments où ils sont en contradiction. L'honnêteté doit conduire le gérant à déclarer qui de la performance ou de l'ESG est l'objectif principal.

Les investisseurs ont confié à GESTION 21 un mandat de réaliser la meilleure performance absolue et relative à un indice de référence sur la durée de placement de 5 ans (Actions 21, Immobilier 21). Cet objectif ne change pas, il reste au premier rang.

### 2) Objectif second : ESG Climat Best Effort

Notre conviction fondamentale relative au climat nous a logiquement conduits à retenir le climat comme enjeu majeur pour notre économie. En conséquence, les enjeux climatiques vont être des facteurs majeurs de performance et de risque pour les entreprises. L'intégration du climat au sens large comme indicateur de performance et de risque est donc indispensable pour la réalisation des objectifs de performance absolue comme relative au marché.

Les autres indicateurs ESG sont retenus dans notre processus avec une pondération réduite par rapport à un ensemble d'indicateurs relatifs au climat.

Un autre sujet est l'importance accordée dans notre processus aux entreprises qui vont se placer sur une trajectoire de progrès en termes de réduction d'empreinte carbone, dit « Best Effort ». Nous allons privilégier les entreprises qui vont améliorer leur processus plutôt que les entreprises déjà peu polluantes. Ceci afin d'accompagner le progrès plutôt que le meilleur élève. Cette démarche est également justifiée car nous considérons qu'il faut principalement réduire les émissions de carbone des gros émetteurs plutôt que de retenir en portefeuille des entreprises peu émettrices pour des raisons sectorielles. Il est très facile, et peu utile, de composer un portefeuille avec des entreprises de secteurs structurellement peu émetteurs de carbone en raison de leur activité ; c'est le cas des entreprises de services. A l'opposé, les secteurs industriels gros émetteurs de carbone qui s'engagent sur une démarche de réduction doivent pouvoir être investis.

C'est le débat de la mondialisation au niveau de la politique qui a conduit à délocaliser d'Europe des industries lourdes polluantes et à importer du ciment et de l'acier de pays hors Europe.

Ce positionnement conduit les deux FCP cités à être classés en référence à l'Article 8 du Règlement SFDR de la Commission européenne.