

L'intégration de l'ESG dans la gestion d'actifs est une nouveauté de quelques années. Répondre à la problématique de cette intégration interpelle notre secteur d'activité jusqu'ici focalisé quasi exclusivement sur des objectifs de performance financière absolue ou relative par rapport à des indices. La question du lien entre performance financière et performance ESG est un thème majeur qui doit interpeller les investisseurs pour savoir si l'objet principal du mandat de gestion d'actifs est modifié par l'intégration de l'ESG.

#### 1) LA PREMIERE QUESTION: LA HIERARCHISATION DES OBJECTIFS. LE MOYEN: LE MANDAT

La première question est de déterminer comment concilier objectif de performance financière et objectif de performance ESG. Ces deux objectifs sont-ils conciliables ? Doivent-ils être priorisés ? Dans quel ordre ?

La hiérarchisation des objectifs est exposée dans le mandat. Le mandat est l'outil qui permet de préciser les différents objectifs et leur importance relative. Dans le domaine de la gestion d'actifs, le mandat de la plupart des gérants est de réaliser la meilleure performance financière absolue. Parfois de réaliser en complément la meilleure performance relative à un indice. Parfois aussi d'assurer une liquidité quotidienne pour une gestion de trésorerie. Parfois encore de réaliser ces performances dans une contrainte de risque, lui-même souvent mesuré par la volatilité des cours de bourse.

Les juristes parlent de la responsabilité fiduciaire du mandat de gérant pour qualifier l'objectif de performance financière : faire fructifier les capitaux confiés.

Les sociétés, cotées ou non, ont pour objectif la recherche de l'intérêt des associés définie par le code civil (article 1833) amendé par la loi Pacte en 2019 qui ajoute « en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité ». Cet ajout ne modifie pas l'objectif principal qui est l'intérêt des associés, le développement durable devenant un objectif secondaire, subordonné à l'objectif principal. Les associés peuvent modifier l'objectif principal. Ils peuvent adopter le développement durable comme objectif principal, c'est leur libre choix. La réglementation actuelle du code civil n'impose rien à personne.

GESTION 21 a décidé de conserver comme objectif principal la réalisation de la meilleure performance financière absolue et relative. Les objectifs ESG viennent en complément de cet objectif principal, c'est-à-dire qu'ils ne viennent pas supplanter l'objectif de la meilleure performance financière.

L'ESG intervient dans le choix de valeurs comme une contrainte minimale à respecter. Elle peut aussi dans certains cas être un moteur de la performance financière; mais pas systématiquement (cf. explications ci-dessous).

#### 2) LA QUESTION DE LA PERFORMANCE ESG

La complexité de l'analyse du lien entre la performance financière d'une entreprise et les indicateurs ESG de l'entreprise repose tout d'abord sur le nombre important d'indicateurs ESG. On est vite dans le domaine multifactoriel, donc très difficile à analyser et surtout à interpréter et conclure.

Ce sujet pose la question du nombre d'indicateurs ESG. GESTION 21 a décidé de les hiérarchiser et a retenu une approche avec l'environnement comme objectif principal, en intégrant également les indicateurs S et G, mais dans une proportion respective de 50/25/25 en moyenne pour l'ensemble des secteurs.

Parmi les indicateurs environnementaux, nous avons considéré que le climat est le principal enjeu de la planète bien devant les autres sujets, y compris environnementaux tels que la biodiversité, les déchets, l'épuisement des ressources... Notre gestion a donc adopté une approche ESG Climat.

Le dérèglement du climat est causé par l'augmentation des émissions de dioxyde de carbone. La bataille doit être concentrée sur leur réduction. Notre contribution, en tant que gestionnaires d'actifs, est de rechercher des investissements qui vont permettre de participer à cet objectif.

Les voies pour y arriver sont nombreuses et variées, elles sont parfois discutées entre investisseurs. Faut-il supprimer d'un portefeuille toutes les entreprises émettrices de carbone ? Facile à faire en supprimant les sociétés industrielles ; de peu d'effet sur l'objectif de réduction des émissions. Ce n'est pas le niveau de carbone d'un portefeuille qui compte mais la réduction des émissions de ce même portefeuille, que l'on soit petit ou gros émetteur de carbone. C'est un choix de GESTION 21 d'accompagner les entreprises dans la voie de la réduction des émissions. Faut-il supprimer Total du portefeuille ? Non, car nous considérons que c'est une entreprise engagée dans la transition énergétique comme investisseur majeur dans les énergies renouvelables. Total répond par ailleurs à la demande des consommateurs en énergies fossiles. Si l'entreprise abandonnait le pétrole, ses concurrents en seraient fournisseurs à sa place ; sans rien changer des émissions de carbone. Nous n'excluons aucune entreprise en raison de son niveau d'émissions. Nous retenons des entreprises qui s'engagent de manière crédible dans la voie de la réduction de leurs émissions.

#### 3) Passer des bonnes intentions a la mesure performance ESG

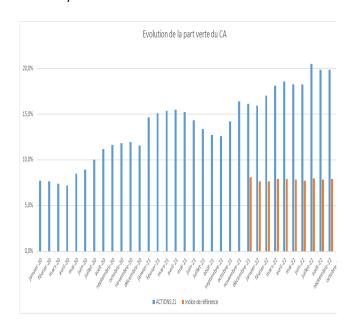
La performance financière est mesurée par un indicateur de performance financière dont le calcul fait l'objet d'un consensus et d'une réglementation précise : intégration des dividendes, durée de calcul, indice de référence, catégories comparables, historique, ...

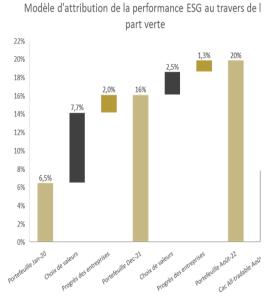
La performance ESG doit également être calculée par un ou plusieurs indicateurs fiables, crédibles, documentés et vérifiables. C'est très rarement le cas aujourd'hui. Il convient à chaque société de gestion, en l'absence de norme établie, de rendre compte d'un indicateur de performance ESG pour informer les investisseurs des résultats ESG, et pas seulement des bonnes intentions.

GESTION 21 a retenu pour chaque fonds un, voire deux indicateurs de performance de sa gestion ESG :

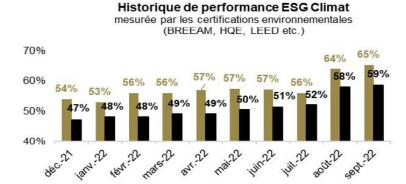
Fonds	Indicateur	Détail indicateur		
ACTIONS 21	Part verte du	Part du chiffre d'affaires (à défaut des volumes) participant au		
	chiffre d'affaires	développement durable. Elle devrait se rapprocher de celle de la		
		taxonomie européenne qui sera commune à tous les acteurs,		
		calculée à partir d'une méthodologie normalisée.		
ACTIONS 21	Part des entreprises œuvrant pour la transition énergétique, c'est-			
	feuille engagée	à-dire ayant des activités dont les produits ou les services		
	dans la transition	permettent la réduction des émissions de gaz à effet de serre		
	énergétique	(production d'électricité décarbonée, stockage d'énergie,		
		économies d'énergies, etc.).		
IMMOBILIER	Part des	Part des immeubles ayant fait l'objet d'une certification		
21	immeubles avec	environnementale minimale par des cabinets d'expertise		
	certification	indépendants (BREEAM, HQE, LEED, etc.)		
	environnementale			

## a) Performance ESG d'ACTIONS 21





#### b) Performance ESG d'IMMOBILIER 21



## 4) LE COUT DE LA TRANSITION ENERGETIQUE POUR L'ECONOMIE

■IMMOBILIER 21

La décarbonation de l'économie impose un changement des modes de production de l'énergie. La mise au rebut de la production carbonée va se traduire par une destruction de capital très importante. Toutes les entreprises qui utilisent de l'énergie carbonée vont devoir remplacer leur outil de production avant la fin de vie normale de leurs immobilisations.

■Univers de référence

En parallèle de cette destruction de capital, le besoin d'investissement annuel supplémentaire nécessaire pour modifier la production d'énergie a fait l'objet de nombreuses estimations :

	Investissement annuel supplémentaire (en % du PIB)	
Patrick Artus (2021)	3 à 4 %	
Jean Pisany Ferry (2021)	2 %	
Cours des comptes européennes (2022)	3,5 %	
14CE (2022)	1 à 2 %	
OFCE (2022)	2 %	

### - Patrick Artus (Le Monde, 18 décembre 2021)

« Le besoin d'investissement net supplémentaire est évalué à 3 % ou 4 % du produit intérieur brut (PIB) mondial chaque année pendant trente ans... Les investissements nécessaires à la transition énergétique ont des rentabilités financières faibles ; leur efficacité vient des bénéfices qu'ils apportent (réduction des émissions de CO2), mais pas de leur rentabilité financière pure. »

## - Cour des Comptes européenne

La Cour des comptes européenne estime, sur la base des travaux du HLEG (*High Level European Group*), à 11 200 milliards d'euros le coût de la transition énergétique à l'échelle de l'Europe entre 2021 et 2030, soit 1 120 milliards €/an, soit pour la France 145 milliards €/an soit 7% du PIB (les deux tiers pour les transports, un quart pour le secteur résidentiel et tertiaire). Ce montant représente environ le double du montant investi aujourd'hui.

## - I4CE (Institut de l'économie pour le climat)

« À partir des scénarios « Transition(s) 2050 » de l'ADEME, nous avons estimé les investissements climat supplémentaires qu'il faudrait réaliser dans les bâtiments, les transports et la production d'énergie pour s'engager sur le chemin de la neutralité carbone. Ils se situent entre 13 milliards d'euros par an pour une transition frugale et jusqu'à 30 milliards d'euros par an dans un scénario où les progrès techniques préservent les modes de vie. Des montants minimums, qui ne couvrent pas les besoins dans l'agriculture, l'industrie ou encore l'adaptation au changement climatique. »

# - OFCE (Février 2022)

L'OFCE estime le montant des investissements annuels supplémentaires à 50 Md€, soit 2% du PIB, qui se répartissent pour moitié entre investissements publics et investissements privés.

... les estimations d'investissements supplémentaires vont ainsi de 2 à 5 % du PIB annuel sur 30 ans.

### 5) NOTRE OPINION SUR CE COUT GLOBAL

Les investissements annuels supplémentaires à réaliser sont, depuis de nombreuses années, estimés entre 2 et 4 % du PIB. Ces estimations sont constantes alors que les investissements eux-mêmes ont connu une très forte augmentation en passant de 47 Md€ en 2011 à 84 Md€ en 2022 pour la France (source I4CE).

Une autre approche du coût de la transition consiste à valoriser les émissions de gaz à effet de serre (GES) par an en France, 450 millions de tonnes. En retenant un prix du carbone de 100 euros la tonne (à comparer au prix actuel sur le marché de 76 euros), le coût total annuel serait de 45 Md€, soit 2 % du PIB (ou 4% pour un prix de 200 euros la tonne).

Deuxième remarque, ces investissements supplémentaires ne semblent pas considérables au regard de l'enjeu du climat et de la prise de conscience aujourd'hui générale. Il est très étonnant de constater l'entrain modéré des agents économiques pour engager une telle privation (2% à 4% de la richesse).

# 6) LE COUT DE LA TRANSITION ENERGETIQUE POUR LES ENTREPRISES

Plusieurs analystes financiers ont proposé des méthodes pour chiffrer les coûts de la transition énergétique. Nous reprenons 2 évaluations intéressantes : AlphaValue et Axylia.

AlphaValue estime que le coût de la transition va conduire à plusieurs effets défavorables à la valorisation des sociétés :

- → Augmentation des investissements
- → Baisse de la rentabilité opérationnelle
- → Augmentation de la rentabilité exigée des investisseurs

Au total, la valorisation des entreprises cotées est dépréciée d'un tiers (-34%) par la combinaison de ces 3 éléments.

Axylia propose d'évaluer les effets d'une prise en compte des émissions de carbone sur les résultats d'exploitation des entreprises. Autrement dit d'évaluer les externalités négatives des émissions des entreprises en retenant un prix du carbone de 113 euros. Pour cela, Axylia retient la somme des émissions des scopes 1+2+3.

GESTION 21 considère que la prise en compte du scope 3 pose un certain nombre de problèmes méthodologiques, ce qui nous a conduits à ne retenir que les émissions des scopes 1+2. En effet, le calcul des émissions de scope 3 est très hétérogène et ne permet pas de faire des comparaisons pertinentes entre sociétés.

Une deuxième raison pour retenir les scopes 1+2 (et pas 1+2+3) peut être illustrée par un exemple, celui du pétrole. Les émissions de carbone de l'ensemble de la chaine de production/consommation du pétrole sont composées de l'extraction et du raffinage (scopes 1+2) et de la consommation par le client final (scope 3). Les émissions scope 3 ne sont pas de la responsabilité de la compagnie pétrolière mais de celle du client final; c'est à lui de réduire ses émissions en changeant de véhicule et en voyageant moins. La responsabilité des entreprises se limite donc à la somme des scopes 1 et 2.

	Prix du carbone	En % de l'Ebit des
	(euros/tonne)	sociétés du CAC 40
Méthode Axylia	113	-77 %
Méthode G21	76	-10 %
Méthode G21	100	-13%
Méthode G21	200	-26 %

Le prix de 200 euros la tonne nous semble une bonne référence ; il est souvent considéré comme un seuil incitatif pour une véritable taxe carbone. A ce niveau, c'est un quart des résultats des entreprises qui seraient détruits avec des écarts importants entre elles, certaines devant faire face à un effet très important pour leur structure de bilan.

### 7) L'ANALYSE DE GESTION 21

L'impact de la transition ne va pas être identique pour chaque entreprise. Il y a trois niveaux d'analyse. Ces éléments peuvent également être analysés selon le temps : les effets en 2022 et les effets en 2050.

		Effet +/-	% des entreprises concernées
Effet coût	Résultats	-	100 %
Effet business	Croissance	+	10-20%
Effet flux	Rentabilité exigée, valorisation	+	10-20%

**ESG** coût. Toutes les entreprises vont subir une augmentation de leurs coûts: énergie, investissements, normes... Le peu d'entrain naturel des entreprises pour adopter un mode bas carbone est la meilleure illustration du coût que représente cette transition pour elles. Et ce même si ce coût se transforme en gain avec le temps, comme par exemple pour les investissements d'économie d'énergie dont les retours sur investissement sont en général compris entre 5 et 10 ans.

ESG business. Certaines entreprises vont développer des activités qui vont croitre au détriment des activités/produits dans le mode carboné. Cela peut représenter une part plus ou moins importante de leur business. L'indicateur de performance ESG d'ACTIONS 21 (part verte du chiffre d'affaires) se rapproche assez bien de la règlementation européenne de la taxonomie applicable à partir de 2023. Il représente environ 8 % du chiffre d'affaires des sociétés du CAC 40 et près de 20 % de celui des entreprises du portefeuille du fonds ACTIONS 21.

**ESG flux**. Les entreprises les plus actives dans cette transition vont être recherchées par les investisseurs qui vont avoir une exigence de rentabilité des capitaux inférieure. Ainsi la performance boursière de ces entreprises sera favorable à la performance financière des investisseurs.

Le double effet ESG business et ESG flux sur une part encore réduite des entreprises doit permettre aux gérants de stock-picking de se distinguer.

En plus de redonner du sens à la durée d'investissement, l'intégration de l'ESG dans un portefeuille doit permettre de redonner de l'intérêt à la sélection de valeurs (stock-picking).

### 8) LE LIEN ENTRE PERFORMANCE ESG ET VALEURS DE CROISSANCE

La très bonne performance des valeurs liées à la transition énergétique en 2019 et 2020 a fait croire que leurs caractéristiques ESG en étaient la raison. A l'inverse en 2021 et début 2022 ces mêmes valeurs ont été fortement sanctionnées par le marché. Conclusion : ce ne sont pas leurs caractéristiques ESG qui expliquent leur bonne ou leur mauvaise performance. Il s'agit très souvent de valeurs de croissance. Les valeurs de croissance ont réalisé de très bonnes performances depuis 5 ans, en raison principalement de la baisse des taux d'intérêt. A l'opposé depuis 18 mois, le retour vers la Value explique leur contre-performance relative. Elles restent des valeurs de croissance dont la valorisation dépend d'une part du taux de croissance de leur business et d'autre part du niveau des taux d'intérêt; les deux ayant des effets opposés sur leur cours de bourse.

# 9) Consequence pour la gestion des portefeuilles des fonds de GESTION 21

Rappel du positionnement fondamental des fonds gérés par GESTION 21 :

- → Gestion Value
- → Gestion de conviction avec un taux d'investissement actif élevé (70 % pour ACTIONS 21 et 50% pour IMMOBILIER 21)
- → Objectif principal du mandat : performance financière absolue et relative
- → Objectif complémentaire du mandat : performance ESG Climat

Comment se combinent les objectifs de performance financière et ceux de performance ESG ? Les deux performances (financière et ESG) sont-elles compatibles ? Les deux performances (financière et ESG) sont-elles contradictoires ? Quelle est celle qui va prévaloir dans les décisions des entreprises ? Nous avons rappelé ci-dessus que la transition énergétique, pour ne parler que d'un élément de l'ESG, est un coût pour l'ensemble des entreprises, et un gain pour une partie d'entre elles seulement. Il convient donc de bien distinguer les entreprises bénéficiaires de cette transition de celles qui vont la subir, en termes de coût et même en termes de business. Certaines connaîtront un déclin irréversible : par exemple, celles de l'écosystème de la voiture thermique vont disparaître.

### a) IMMOBILIER 21

La recherche de performance financière est renforcée par l'inclusion d'un objectif ESG basé sur le climat. En effet, la performance ESG du fonds est centrée sur la recherche des immeubles ayant les meilleures caractéristiques environnementales. Cette performance est mesurée par la part et le niveau de certifications environnementales des immeubles détenus par les foncières.

Un immeuble certifié aura une performance financière supérieure pour plusieurs raisons :

- → un taux de vacance plus faible,
- → un niveau de loyer plus élevé,
- → une évaluation d'expert supérieure,
- → un taux de financement inférieur,
- → une liquidité plus élevée.

## b) ACTIONS 21

Les entreprises qui vont s'engager dans le business durable vont connaître une croissance de leur activité supérieure aux autres. Il convient de bien analyser si cette croissance sera rentable également.

Sous cette condition de rentabilité, les entreprises engagées durables devraient prendre des parts de marchés et obtenir la faveur des investisseurs. Notre conviction est que l'investissement dans de telles entreprises permettra de réaliser les meilleures performances financières.

## 10) CONCLUSION DU LIEN PERFORMANCE FINANCIERE / PERFORMANCE ESG POUR LES FONDS DE GESTION 21

Les travaux d'analyse que nous avons pu rassembler, aussi bien les études académiques (cf. les travaux de synthèse de François Belot) que nos recherches d'analyses financières, nous conduisent à conclure à l'absence de lien systématique, positif ou négatif, entre performance ESG et performance financière.

Pour ce qui concerne l'enjeu majeur de la décarbonation de l'économie, nous constatons que ce processus se traduit par un coût moyen pour les agents économiques, entreprises comme ménages, d'environ 2 % du PIB en revenus annuels sur une longue période. Certaines entreprises vont subir un coût bien supérieur, voire existentiel, et d'autres vont bénéficier de ce processus de transformation de l'économie. La distribution statistique des différentes entreprises autour de cette moyenne va redonner de l'intérêt au stock-picking.

Les choix de gestion ESG Climat des fonds de GESTION 21 permettent de répondre à l'objectif premier de notre mandat : réaliser la meilleure performance financière absolue et relative possible. Ces choix ESG ne sont pas incompatibles avec les autres critères ESG qui sont également pris en compte.

GESTION 21 rend compte tous les mois de la performance ESG Climat de ses fonds par la publication d'un indicateur de performance ESG, processus qui nous semble indispensable pour une démarche ESG véritable, honnête et transparente vis-à-vis des investisseurs.