

# ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

Lundi 3 avril 2023

## L'investissement durable et responsable déconstruit et reconstruit

Thierry Feltgen, Head of SRI Strategy & Stewardship

Analyse du fonctionnement de l'Investissement durable et responsable et des résultats qu'il permet d'obtenir.



A chaque problème de l'Humanité, il y a une solution qui est simple, claire et fausse. ”

H.L. Mencken

D'après une estimation des Nations Unies, environ 5 à 7 000 milliards de dollars d'investissements seront nécessaires chaque année jusqu'en 2030 pour atteindre les Objectifs de développement durable (ODD)<sup>1</sup>. Dans cette optique, il semble essentiel d'adapter les règles du jeu sur les marchés financiers en faveur des secteurs de l'économie qui font écho à ces objectifs.

Par cet article, nous souhaitons apporter un peu de clarté dans une discussion de

**plus en plus dogmatique et floue quant aux recettes qui peuvent favoriser le changement vers une économie plus durable. Il propose de regarder au-delà des remèdes apparemment évidents et simples qui sont disponibles pour aborder le sujet vaste et complexe des effets de l'Investissement durable et responsable (SRI) au niveau des actions cotées en bourse<sup>2</sup>.**

**Étant donné qu'une analyse médiocre et superficielle risque de conduire à des recommandations erronées, il est important de maîtriser les liens fondamentaux afin d'en extraire des concepts exploitables et efficaces qui favoriseront les objectifs de la finance durable.**

### 1. La promesse

En ce qui concerne le thème de l'Investissement durable et responsable (SRI), l'interprétation généralement acceptée semble être qu'en investissant dans des entreprises vertueuses tout en évitant activement celles qui sont moins vertueuses ou encore controversées, les acteurs des marchés financiers peuvent déclencher un

changement vers un équilibre économique plus durable et contribuer ainsi à la réalisation des ODD.

De nombreux canaux soutiennent cette appréciation :

- Les brochures commerciales des gestionnaires d'actifs et des banques décrivent un avenir plus vert grâce à l'Investissement SRI mettant en avant le rôle de moteur que la communauté des investisseurs peut jouer dans l'évolution vers cet équilibre supérieur. Dans certains cas, les investisseurs se voient proposer des calculateurs d'impact qui donnent un aperçu du nombre de lits d'hôpitaux ou encore du nombre de kWh d'énergie solaire générés pour chaque tranche d'investissement de 1 million d'euros.
- La Commission européenne décrit une implication similaire. Présentant la taxonomie européenne des activités écologiquement durables, le site Internet de la Commission européenne déclare<sup>3</sup> : « Afin d'atteindre les objectifs de l'UE en matière de climat et d'énergie pour 2030 et d'atteindre les objectifs du pacte vert (Green deal) pour l'Europe, il est essentiel que nous orientions les investissements vers des projets et des activités durables.

(..) La taxonomie de l'UE devrait fournir aux entreprises, aux investisseurs et aux décideurs politiques des définitions appropriées permettant d'identifier les activités économiques qui peuvent être considérées comme durables sur le plan environnemental. De cette manière, elle crée de la sécurité pour les investisseurs, protège les investisseurs privés contre l'écoblanchiment (greenwashing), aide les entreprises à devenir plus respectueuses du climat, atténue la fragmentation du marché et favorise l'allocation des investissements là où ils sont le plus nécessaires ». Cela implique que la communauté financière est l'un des moteurs permettant d'atteindre les objectifs du pacte vert pour l'Europe.

- Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR) qui a été introduit en 2019 et qui est entré en vigueur en mars 2021 ouvre la voie aux investissements durables. Il engage les gestionnaires d'actifs à rendre compte du pourcentage d'investissements durables qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles. L'Association européenne des marchés de valeurs mobilières (« European Securities Market Association » ou ESMA), le plus haut organe de réglementation financière de l'UE, a récemment publié un document de questions/réponses notifiant que les produits d'investissement qui souhaitent être classés au titre de l'Article 9 SFDR ne peuvent investir que dans des actifs durables. L'implication<sup>4</sup> est simple : pourquoi un organisme de réglementation devrait-il émettre ce type de contrainte à moins qu'il ne contribue à atteindre l'objectif énoncé dans le pacte vert pour l'Europe ?

Puisque le consensus semble si large, ne devrait-il pas y avoir une part de vérité ?

Mais est-ce vraiment si simple ? La mise en œuvre de stratégies SRI appropriées qui respectent l'esprit de la réglementation constitue-t-elle la solution aux problèmes complexes et interconnectés que sont, par exemple, le changement climatique, la perte de biodiversité ou l'épuisement irréversible des ressources ?

La mauvaise nouvelle : ce n'est pas si simple.

La bonne nouvelle : la communauté des investisseurs dispose de moyens pour relever les défis qui se présentent. Cependant, les efforts requis sont à la mesure de la complexité des enjeux auxquels nous sommes confrontés et leurs effets sont beaucoup plus indirects que nous le souhaiterions.

## 2. La réalité : la plupart des investissements en actions sont réalisés sur les marchés secondaires

Les fonds d'investissement, les portefeuilles privés, les ETF investissent dans des actions cotées sur les marchés boursiers<sup>5</sup>. La plupart de ces transactions ont lieu sur les marchés secondaires qui permettent aux investisseurs d'acheter et de vendre des actions. Pour qu'une transaction ait lieu, il faut un vendeur qui souhaite céder une action et un acheteur qui accepte de l'acheter au cours indiqué. Dans ce contexte, la société qui a émis les actions n'est pas directement impliquée dans la transaction.

En effet, l'actionariat<sup>6</sup> change sans que la société émettrice ne reçoive de nouveau capital. La société a reçu ce capital lors de la première émission de ses actions. Par voie de conséquence, cette transaction a un effet neutre sur l'activité de l'entreprise et sur les impacts réels qu'elle peut avoir<sup>7</sup>.

Les conséquences ne sont pas anodines pour les investisseurs à la recherche d'impact sur le monde réel : étant donné que les activités de l'entreprise se déroulent indépendamment de tout investisseur sur les marchés secondaires, il n'est pas possible d'attribuer à ces investisseurs l'impact que l'entreprise ciblée peut avoir sur l'économie réelle. En d'autres termes, tout investissement sur le marché secondaire n'apporte aucune additionnalité<sup>8</sup>.

Si un investissement est destiné à générer un impact supplémentaire dans l'économie réelle, il doit permettre à une entreprise de produire plus d'effets positifs (ou moins d'effets négatifs) qu'elle ne le ferait en l'absence dudit investissement. Sinon, le statu quo demeurera et aucune évolution vers un statut plus durable ne se produira.

L'un des objectifs fondamentaux de l'Investissement SRI est de faire évoluer le tissu économique vers un équilibre plus durable qui permettra aux générations actuelles de subvenir à leurs besoins sans compromettre la capacité des générations futures à subvenir aux leurs.<sup>9</sup> Pour atteindre cet objectif, de l'impact supplémentaire doit être produit.

Le Global Impact Investment Network (GIIN) a proposé une définition simple et pratique de l'investissement à impact : « Les investissements à impact sont des investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental

positif et mesurable en même temps qu'un rendement financier. »<sup>10</sup>

Il y a trois éléments clés dans cette définition :

- 1.1 L'intentionnalité;
- 2.2 L'impact mesurable/l'additionnalité;
- 3.3 Le rendement financier (par opposition à la philanthropie).

Dans ce cadre, les investisseurs à la recherche d'impact doivent se demander si leur investissement permet à l'entreprise ciblée d'avoir plus d'impact positif que celui qu'elle aurait produit en l'absence de cet investissement. Si la réponse à cette question est non, l'impact positif ne se matérialisera pas, indépendamment de l'intention positive qui aurait pu exister.

Fait intéressant, la relation effective entre une société ciblée et l'investisseur est inverse. Alors que l'investissement dans des actions cotées n'affecte pas l'entreprise ciblée (ainsi que ses impacts), le comportement de cette entreprise a un impact sur l'investisseur. En prenant une participation dans une entreprise, l'investisseur en devient copropriétaire (et donc coresponsable) et a droit à sa part des revenus générés par celle-ci. En ce sens, le comportement de l'entreprise ciblée devrait avoir de l'importance pour l'investisseur. Or finalement, le seul effet d'investir dans une entreprise vertueuse est le « Halo gratifiant<sup>11</sup> » qui donne la conscience tranquille de codétenir une entreprise vertueuse dont les revenus générés sont propres. Malheureusement, il n'y a pas d'effet sur le monde réel.

Alors que l'alignement entre les valeurs d'un investisseur et les positions du portefeuille est très facile à réaliser en investissant dans des sociétés qui partagent ces valeurs et en désinvestissant des sociétés qui ne les partagent pas, générer l'impact sur le monde réel que pourrait rechercher un investisseur est beaucoup moins simple.

Implication non négligeable de ces constats : l'exclusion des actions d'entreprises de certains secteurs ou sur la base d'un filtrage des controverses ne change rien à l'économie réelle à court et à moyen terme.<sup>12</sup> Bill Gates semble viser juste lorsqu'il dit que « à ce jour, le désinvestissement a probablement réduit environ zéro tonne d'émissions ». <sup>13</sup> En effet, lors du désinvestissement d'une entreprise, l'ancien propriétaire n'a plus de participation dans celle-ci tandis que l'activité de l'entreprise se poursuit, quoique sous la propriété d'un autre actionnaire.

L'histoire pourrait s'arrêter là. Si les investisseurs sur les marchés secondaires sont fondamentalement incapables d'être des parties prenantes actives de la transition vers un équilibre plus durable en investissant dans des actions cotées, pourquoi s'en préoccuper ?

### 3. Le défi : identifier d'autres voies

Se détourner du problème en réalisant que sa résolution n'est pas aussi simple qu'on l'espérait n'est probablement pas la bonne attitude. Si l'intuition se révèle fautive, il convient de se demander s'il est possible d'aborder le sujet différemment afin d'obtenir les impacts recherchés en dépit des inconvénients identifiés.

Le défi reste urgent : comme indiqué dans l'introduction, les Nations Unies estiment qu'environ 5 à 7 000 milliards de dollars sont nécessaires par an jusqu'en 2030 pour atteindre les ODD. Nous avons montré que se limiter à réallouer les capitaux correspondants chaque année sur les marchés secondaires depuis les entreprises à impact négatif vers celles à impact positif n'est pas la solution au problème. En effet, cela serait en grande partie un jeu à somme nulle. Les chiffres indiqués correspondent à des nouveaux capitaux nets et aux crédits<sup>14</sup> qui doivent être mis à disposition et « digérés » par l'économie<sup>15</sup>.

Jusqu'à présent, nous n'avons fait qu'effleurer la surface de ces liens relativement simples et nous avons découvert que la voie a priori évidente pour générer des changements par l'investissement et le désinvestissement ne conduira pas aux résultats recherchés. Faisons maintenant la lumière sur les dimensions de l'Investissement SRI qui ajoutent de la valeur pour les investisseurs ainsi que sur les dimensions qui finiront par avoir des effets concrets. Il apparaîtra que même si ces objectifs peuvent être atteints, ils sont moins directs et moins imminents que nous ne le souhaiterions. Or, l'Investissement durable et responsable, s'il est correctement mis en œuvre, peut faire partie de la transition vers une économie plus durable mais également ajouter de la valeur pour le compte des investisseurs financiers.

Nous développerons trois arguments montrant les canaux de transmission par lesquels l'Investissement SRI peut ajouter de la valeur et/ou générer des effets réels :

- Prise en compte des risques extra-financiers significatifs;

- Distinction entre l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entreprise;
- Effet fédérateur du cadre réglementaire. à la philanthropie).

#### 3.1. Prise en compte des risques et opportunités extra-financières

La prise en compte des risques et opportunités extra-financières dans les décisions d'investissement est une première application de l'Investissement SRI susceptible de générer des effets matériels. Bien que cette dimension de l'Investissement SRI ne génère pas nécessairement d'effets significatifs sur l'économie réelle, elle a le potentiel d'ajouter de la valeur aux stratégies d'investissement et de donner un sens à l'effort consenti.

La prise en compte des risques extra-financiers dans une stratégie d'investissement est fondamentale pour appréhender tous les enjeux matériels auxquels une entreprise peut être confrontée. En effet, les risques extra-financiers, lorsqu'ils sont ignorés, peuvent rapidement se transformer en impacts financiers majeurs pour l'entreprise, et par extension pour ses investisseurs. Les gestionnaires d'actifs sont bien avisés d'identifier ces risques suffisamment tôt et de réagir en conséquence. Simplement considérer les flux de trésorerie solides d'un fabricant de tabac, par exemple, ne permettra plus de déterminer le potentiel de performance future du cours de l'action.

Parmi les risques extra-financiers ayant des conséquences financières potentiellement importantes, citons notamment les suivants :

- Les entreprises qui recourent de façon récurrente à la corruption pour atteindre leurs objectifs financiers s'exposent à des poursuites judiciaires de la part des autorités;
- Une brasserie qui opère dans une zone géographique présentant de graves risques de sécheresse en raison du changement climatique risque de fermer ses portes;
- Les entreprises qui proposent des produits de mauvaise qualité qui occasionnent des blessures entraînant des poursuites judiciaires potentielles;
- Les producteurs de charbon face aux risques politiques d'abandon progressif du charbon.

L'analyse systématique de ces risques dans une perspective à long terme, l'évaluation de leur matérialité pour l'entreprise ainsi que de

la qualité de la gestion des risques au sein de cette dernière permettent aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement plus éclairées et de protéger la valeur de leurs investissements en cas de matérialisation des risques identifiés.

La prise en compte des risques ESG dans les décisions d'investissement fait partie du devoir fiduciaire des gestionnaires d'actifs de générer une performance durable sur le long terme.

#### 3.2. Distinction entre impact des investisseurs et impact des entreprises

L'analyse du concept de l'impact réel des activités d'investissement s'avère plus complexe. La distinction entre l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entreprise permet de démêler deux concepts qui rendent l'analyse inutilement complexe. Les considérer séparément apporte plus de clarté.

Les constats précédents démontrent que dans de nombreux cas, sinon dans la plupart, les investisseurs ne sont directement responsables ni des impacts positifs ni des impacts négatifs générés par les entreprises dans lesquelles ils investissent. En effet, les investisseurs ne génèrent pas l'impact des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ce sont ces entreprises qui en sont à l'origine. Cependant, les investisseurs peuvent influencer ces dernières pour qu'elles génèrent un impact plus positif ou moins négatif.

On peut distinguer trois catégories d'impact, une attribuable aux entreprises et deux attribuables aux investisseurs<sup>16</sup> :

- Impact de l'entreprise : valeur sociale des biens, des services ou encore des opérations de l'entreprise ciblée;
- Impact de l'investissement : contribution financière de l'investisseur à la valeur ajoutée sociale par l'entreprise;
- Impact non monétaire : autres contributions des investisseurs à la valeur sociale de l'entreprise.

##### 3.2.1. Impact de l'entreprise

L'impact de l'entreprise correspond au changement que les activités et les biens et services d'une entreprise apportent aux paramètres sociaux et environnementaux<sup>17</sup>. Les méthodes d'évaluation de l'impact généré par l'entreprise sont relativement bien maîtrisées<sup>18</sup> et s'améliorent constamment.

À ce jour, une multitude de fournisseurs de données (MSCI, S&P Trucost, Matter, pour n'en citer que quelques-uns) offrent un aperçu du niveau de contribution de l'activité des entreprises aux ODD, aidant ainsi les gestionnaires d'actifs à choisir et à surveiller leurs objectifs d'investissement.

Comme indiqué ci-dessus, les investisseurs sur les marchés secondaires ne peuvent pas revendiquer directement l'impact généré par les entreprises dans lesquelles ils investissent. Cependant, l'analyse de l'impact de ces dernières apporte des informations utiles aux investisseurs en quête d'impact. En effet, l'évaluation de l'impact positif et négatif des entreprises fournit aux investisseurs des indications sur les domaines dans lesquels investir ou sur l'endroit où placer le curseur quant à leurs interactions non monétaires avec les entreprises. Pour illustrer ce raisonnement, considérons une entreprise qui produit un impact positif tangible tout en affichant une croissance significative. Si cette société propose l'émission de nouvelles actions pour financer la croissance de sa ligne de métier à impact, des investisseurs avertis en quête d'impact pourront être amenés à participer à la nouvelle offre publique. D'autre part, l'analyse de l'impact de l'entreprise peut mettre en évidence des impacts négatifs de l'entreprise facilement remédiables, permettant aux investisseurs<sup>19</sup> de cibler leur dialogue avec l'entreprise afin de l'inciter à s'améliorer.

En d'autres termes, l'analyse d'impact de l'entreprise permet aux investisseurs d'identifier quels leviers activer pour encourager le changement, qu'il s'agisse d'augmenter l'impact positif ou de réduire l'impact négatif.

### 3.2.2. Impact des investisseurs

Dans les premier et deuxième chapitres de l'article, nous avons établi qu'il n'y avait pas de mécanisme de transmission directe entre les investisseurs et l'impact des entreprises ciblées. Les interactions sont beaucoup moins directes et beaucoup plus complexes que ce qu'implique « La Promesse » que nous avons énoncée dans le premier chapitre.

Générer de l'impact équivaut à générer du changement : un investisseur ne génère un impact que s'il permet à l'entreprise ciblée de générer plus d'impact positif ou moins d'impact négatif. Comment cela peut-il être accompli ?

Un investisseur peut influencer une entreprise de deux façons :

- Par des contributions non monétaires : engager les entreprises de manière informelle par un dialogue direct ou de manière formelle lors des assemblées générales ;
- Par des interactions financières : en investissant ou en désinvestissant.

#### Apports non monétaires des actionnaires

Les recherches académiques considèrent l'engagement des actionnaires comme le mécanisme le plus fiable pour les investisseurs à la recherche d'un impact dans le monde réel<sup>20</sup>.

Pour saisir la teneur de cette affirmation, il est utile de considérer le statut fondamental d'un actionnaire. Un investisseur dans une entreprise en est copropriétaire. En tant que propriétaire, il a son mot à dire dans la conduite de l'entreprise. En fin de compte, une entreprise est dirigée par son équipe de direction, mais c'est aux propriétaires de l'entreprise de décider comment elle doit être gérée.

Le contact peut être direct, en s'adressant aux équipes en charge des relations avec les investisseurs, ou formel, par le vote aux assemblées générales. Un investisseur individuel pourrait se demander à quoi cela pourrait servir d'engager le dialogue avec les entreprises de cette manière – et à juste titre. Le poids des investisseurs individuels peut ne pas être suffisant pour entériner un changement significatif au niveau de l'entreprise, ce qui peut même être vrai dans le cas des grands investisseurs institutionnels. L'influence qu'un actionnaire peut avoir sur une entreprise dépend directement des droits de vote qu'il détient.

Bien que cette appréciation soit fondamentalement vraie, plusieurs évolutions récentes permettent aux investisseurs d'atteindre des niveaux d'influence sans précédent. L'avènement des plateformes d'engagement collaboratif et la création de services de vote par procuration ont fondamentalement modifié l'équilibre de l'interaction entre les entreprises et leurs actionnaires.

Historiquement, les entreprises connaissaient les investisseurs « activistes » qui détenaient une participation significative et qui utilisaient leur pouvoir pour apporter des changements de l'intérieur. Après avoir identifié ces investisseurs, les entreprises étaient en mesure de négocier avec eux et de parvenir à un accord. Cette situation a changé.

Aujourd'hui, les plateformes d'engagement collaboratif permettent aux investisseurs d'interagir, de mutualiser leurs intérêts, de nouer des alliances et d'engager un dialogue étroit avec les entreprises. Les services de vote par procuration simplifiant considérablement le processus de vote aux assemblées générales, ces alliances offrent la possibilité de changer les entreprises de l'intérieur grâce au pouvoir conféré par la mutualisation des votes.

Par conséquent et à première vue, l'engagement collaboratif - par le dialogue et/ou par le vote - peut sembler un moyen très convaincant et efficace d'apporter un changement fondamental vers plus de durabilité. Un examen plus approfondi révèle cependant plusieurs inconvénients :

- Un bon engagement collaboratif nécessite une préparation minutieuse, qui prend beaucoup de temps et qui nécessite des connaissances spécialisées ;
- Il peut être difficile de trouver des partenaires pour l'engagement collaboratif qui partagent le même objectif ;
- Plus l'entreprise est grande, plus l'effet potentiel est important, mais plus il est difficile d'atteindre un quorum en faveur du changement ;
- Les entreprises ciblées peuvent ne pas répondre favorablement à l'engagement ;
- Les objectifs financiers et de durabilité sont parfois contradictoires.

Une stratégie d'engagement réussie ne doit pas nécessairement se traduire par des actions d'envergure telles que des motions d'actionnaires lors des assemblées générales ou encore par un dialogue collaboratif avec les entreprises. Cette stratégie peut également être appliquée en envoyant une lettre au service des relations avec les investisseurs demandant des changements à priori simples à mettre en œuvre, tels que la signature du Pacte mondial des Nations Unies, l'adhésion à l'initiative SBTi<sup>21</sup> ou la publication d'indicateurs environnementaux pertinents. En effet, plus une demande peut être mise en œuvre de manière simple et économique et plus le changement sera bénéfique du point de vue de l'entreprise, plus la probabilité de succès de l'engagement sera élevée.

Il va sans dire que selon la complexité de la campagne d'engagement choisie, le processus peut être très chronophage. Par conséquent, il est important de bien choisir les engagements qui seront réalisés pour éviter de perdre du temps et des ressources sans effets tangibles. Il existe plusieurs façons

d'augmenter les chances de succès d'un engagement :

- En choisissant les bonnes entreprises en termes de taille et de prédisposition à l'engagement;
- En choisissant des sujets qui sont bénéfiques aux entreprises concernées tout en apportant un impact positif;
- En choisissant des sujets dont la mise en œuvre n'entraîne pas des frais démesurés;
- En étant compétent et bien préparé;
- En participant aux engagements collaboratifs qui sont proposés sur les plateformes collaboratives.

Le changement se produit petit à petit, même si les étapes individuelles sont très petites.

L'idée ici n'est pas de défier les entreprises juste pour le plaisir de les défier. L'objectif est de les inviter à générer un impact plus positif ou moins négatif, ce qui finalement sera bénéfique à toutes les parties prenantes – y compris aux entreprises concernées.

### **Interactions financières : investissement ou désinvestissement**

Nous avons établi que le fait d'investir<sup>22</sup> ou de désinvestir ne favorise aucun changement notable dans le monde réel. Alors pourquoi revenir sur le sujet? En fait, bien que la conclusion générale reste vraie, il existe des cas très spécifiques où ces interactions financières sont en mesure d'entraîner des effets dans le monde réel.

Le 4 juin 2022, le Global Impact Investors Network (GIIN) a publié un document de consultation<sup>23</sup> traçant les grandes lignes de l'impact que peuvent avoir les investisseurs en actions cotées. Dans la lignée des recherches académiques, le GIIN distingue clairement les impacts des entreprises ciblées (éviter des émissions de GES, création de lits d'hôpitaux, amélioration de la biodiversité, etc.) de ceux des investisseurs.

En plus d'encourager les entreprises à favoriser le changement à travers l'engagement, le GIIN propose des stratégies d'investissement « patientes » qui peuvent fournir de la stabilité au cours de l'action comme un moyen de générer un impact dans le monde réel.

La logique est simple. L'investisseur patient qui ne vend pas sa participation dès les premières poussées de volatilité et qui reste investi même face à une certaine adversité économique assure la stabilité du cours de l'action, ce qui aide l'entreprise à lever de nouveaux capitaux à des conditions favorables, lui permettant de continuer à

générer son impact et à en étendre la portée. Cette approche peut être particulièrement efficace pour les petites entreprises qui en sont au début de leur développement. Notons néanmoins que ces stratégies nécessitent une recherche approfondie pour identifier une thèse d'investissement solide en matière de qualités extra-financières et financières. L'objectif de « l'investisseur patient » n'est certainement pas de subir de manière récurrente des pertes financières permanentes à la suite de la faillite de l'entreprise impactante choisie.

Un moyen supplémentaire pour les investisseurs de permettre aux entreprises déjà influentes d'avoir plus d'impact est la participation à leurs augmentations de capital. En effet, les entreprises peuvent occasionnellement avoir besoin de nouveaux capitaux pour financer leur croissance. Si une entreprise émet de nouvelles actions pour financer une activité génératrice d'impact, les investisseurs auront la possibilité de fournir directement des capitaux frais à l'entreprise, l'aidant ainsi à générer un plus d'impact positif. Dans ce cas, la condition d'additionnalité semble remplie<sup>24</sup>.

Comme indiqué ci-dessus, les stratégies de désinvestissement individuelles n'auront que peu ou pas d'effet<sup>25</sup> à court ou moyen terme. Le récit changera cependant à long terme au cas où de nombreux investisseurs poursuivraient les mêmes stratégies de désinvestissement<sup>26</sup>:

- Les cours des actions des sociétés concernées en pâtiront; et
- Les entreprises affectées rencontreront des difficultés à émettre de nouvelles actions à des prix attractifs.

En effet, diverses études académiques confirment l'effet à long terme du désinvestissement, mais son ampleur varie selon les études. Compte tenu de ces effets, il est possible de développer un argument selon lequel le désinvestissement peut inciter l'équipe de direction à adopter une attitude plus vertueuse, en réduisant les activités nuisibles à l'environnement ou à la société pour améliorer la performance boursière de ses actions. En effet, l'équipe de direction axée sur la valeur actionnariale est motivée à adopter une stratégie d'entreprise qui ne nuit pas à la performance du cours de l'action que ce soit pour des raisons de durabilité ou non.

Cependant, s'il est possible de sous-entendre qu'une baisse du cours des actions peut entraîner des changements dans le comportement des entreprises, ces liens ne sont pas encore suffisamment étayés<sup>27</sup>.

### **3.3. Effets fédérateurs du cadre réglementaire**

Les stratégies d'investissement d'acteurs différents ciblant des entreprises vertueuses ou excluant certaines entreprises sur la base d'un comportement répréhensible réel ou perçu risquent d'annuler leurs effets. En effet, alors qu'une entreprise peut sembler vertueuse à un investisseur en raison de certaines de ses activités, elle peut sembler inacceptable pour un autre par exemple compte tenu de ses émissions de gaz à effet de serre.

C'est là que la réglementation entre en jeu car elle fournit un cadre commun auquel tous les acteurs doivent se conformer – s'ils ne veulent pas être sanctionnés. Les efforts récents de l'Union européenne sous la forme du SFDR ainsi que de la taxonomie européenne des activités environnementalement durables représentent un effet fédérateur majeur pour l'investissement SRI. Ces deux réglementations fournissent une terminologie commune, des normes de reporting communes ainsi qu'un cadre commun sur les activités qui peuvent être considérées comme durables et responsables et celles qui ne le sont pas.

Le cadre réglementaire peut être considéré comme un faisceau directeur qui guide l'effort de développement durable au sein des marchés financiers.

La réflexion sous-jacente au cadre réglementaire de la finance durable n'est pas entièrement innocente, bien qu'elle soit a priori bien intentionnée. En effet, la Commission européenne a compris que les engagements pris lors de la COP 21 à Paris ne peuvent être respectés en s'appuyant uniquement sur la Banque européenne d'investissement. Pour atteindre l'objectif, les capitaux privés doivent entrer en jeu.

Une fois les règles en place, c'est maintenant au tour des forces du marché de produire leurs effets. Lorsque SFDR invite le secteur financier à divulguer le pourcentage d'« actifs durables » qu'il entend détenir, c'est aux acteurs des marchés financiers à définir cette notion. La première étape que la majorité d'entre eux envisagera consiste à exclure les secteurs économiques controversés (tels que le charbon, le pétrole, les armes, l'alcool, le tabac, etc.) de l'univers des investissements durables - une démarche facile à mettre en œuvre. Puisque la plupart sinon tous les acteurs le feront, ces secteurs seront progressivement coupés du financement, favorisant le changement.

La Taxonomie européenne des activités durables sur le plan environnemental aura un effet similaire : elle définit clairement les conditions dans lesquelles une activité économique est acceptable du point de vue du développement durable. Étant donné que SFDR exige des fabricants de produits financiers qu'ils divulguent le pourcentage d'émetteurs conformes à la taxonomie, le secteur financier suivra le modèle défini par la réglementation.

Chaque acteur ira dans la même direction, en mettant en œuvre la stratégie de développement durable de l'Union européenne, certains plus rapidement que d'autres mais la direction est posée. En effet, le cadre réglementaire prévoit différents rythmes de mise en œuvre du concept. SFDR propose ainsi quatre niveaux distincts d'adhésion à la finance durable :

- Le niveau de base est représenté par les produits d'investissement classés au titre de l'Article 6. Ceux-ci tiennent compte des risques de durabilité de base dans leur méthodologie d'investissement, souvent par le biais de simples stratégies d'exclusion.
- Les produits d'investissement de l'Article 8 « promeuvent » les facteurs de durabilité dans leurs stratégies d'investissement. Les éléments de durabilité sont dès lors pris en compte parmi d'autres facteurs dans le processus de prise de décision. Cette « promotion » conduira à un biais positif en faveur des entreprises vertueuses.
- Les produits d'investissement de l'Article 8 peuvent en outre investir dans une certaine proportion d'investissements « durables » au sein de leurs portefeuilles et, à ce titre, adhérer encore plus à l'esprit du pacte vert pour l'Europe.
- Les produits d'investissement de l'Article 9 représentent le summum de la cohérence avec le cadre défini par l'Union européenne en détenant exclusivement des investissements durables.

L'inconvénient de cette structure est que ses effets auront besoin de temps pour se faire ressentir. En effet, à moins qu'une stratégie d'entreprise ne soit influencée par la (sous)-performance de son cours de bourse, la réglementation ne « mordra » que si une entreprise a besoin d'émettre de nouveaux capitaux, ralentissant ainsi la tendance vers plus de durabilité.

Attention : le secteur financier ne pourra pas pleinement se targuer d'être à l'origine de cet impact en faveur du changement. Sans l'intervention de la Commission européenne

qui a initié le règlement, cet impact ne se matérialiserait pas. Sans le « faisceau directeur » réglementaire, les efforts individuels risquent de s'annuler. A l'inverse, sans l'adhésion de la communauté financière au concept développé par la réglementation, aucun effet ne se matérialisera. Il s'agit d'un effort conjoint qui produit un impact commun.

La Communauté européenne a changé les règles du jeu. Elle a créé un écosystème qui a le potentiel d'aboutir à des résultats concrets. Le temps nous dira si c'est suffisant et suffisamment rapide. Mais, dans quelques années, nous ne pourrions pas reprocher aux régulateurs de ne pas avoir essayé.

#### 4. Conclusion

L'approche intuitive consistant à investir dans des entreprises vertueuses tout en évitant les entreprises moins vertueuses génère le « Halo gratifiant » d'une bonne action. Malheureusement, même si cette approche donne bonne conscience à l'actionnaire, son impact sur le monde réel est au mieux limité.

Si les efforts en matière de finance durable ne doivent pas être un énième exercice intellectuellement stimulant mais finalement vain, d'autres approches doivent être prises en considération.

L'initiation d'un dialogue avec les entreprises ciblées offre les meilleures perspectives de réussite pour les inciter à aller vers plus de durabilité. L'effort d'engagement peut prendre plusieurs formes, dont certaines peuvent être combinées :

- Engagement individuel;
- Engagement collaboratif;
- Influence par le vote aux assemblées générales.

Fait intéressant, la condition préalable à toute forme d'engagement est d'être investi dans l'entreprise ciblée – un argument de poids contre les listes d'exclusion très répandues. En effet, les probabilités de succès pour réduire les externalités négatives semblent plus élevées dans les entreprises moins vertueuses. Les exclure au préalable empêche l'investisseur intéressé d'engager le dialogue avec leurs équipes de direction.

Le cadre réglementaire actuel (SFDR, Taxonomie européenne des activités durables sur le plan environnemental, et autres) apporte une aide significative pour diriger l'économie vers plus de durabilité en fournissant un modèle commun en termes de finance durable et en engageant les acteurs

des marchés financiers à respecter des règles communes. L'avenir nous dira si les efforts seront suffisants et produiront leurs effets assez rapidement mais la direction est donnée.

Alors que l'effort de l'Investissement durable et responsable peut être considéré comme une tentative de diriger l'économie réelle vers plus de durabilité, la prise en compte des risques et opportunités extra-financières a le potentiel d'ajouter de la valeur aux investisseurs en mettant en évidence les risques susceptibles de créer des pertes en capital permanentes ou en aidant à identifier les opportunités qui peuvent se matérialiser dans la transformation de l'économie vers plus de durabilité.

Éviter les pièges des solutions simples mais erronées et utiliser les ressources limitées d'une manière qui génère un impact effectif donnera un sens aux nombreux efforts qui sont actuellement entrepris dans le domaine de l'Investissement durable et responsable.

1. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/>
2. Les marchés du capital-investissement et du crédit sont également bien adaptés aux stratégies d'investissement durable et responsable. Cependant, la logique et les conséquences fondamentales sur ces classes d'actifs étant très différentes de celles des actions cotées, nous avons délibérément limité le périmètre de cette analyse à ces dernières.
3. [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)
4. Heuristique : au lieu d'examiner les choses en détail, les humains ont tendance à prendre des raccourcis : « Si ceci a lieu, alors cela est vrai ». Cette approche est extrêmement utile dans la vie de tous les jours, mais elle peut conduire à des conclusions erronées dans le cadre du travail sur des concepts complexes et souvent contre-intuitifs.
5. Les investissements en capital-investissement (private equity) sont ici délibérément laissés de côté.
6. Et par conséquent sur la propriété du capital social représenté par l'action.
7. Il existe un domaine où l'entreprise n'est pas indifférente : si de nombreux investisseurs s'intéressent à elle, son cours de bourse génère une meilleure performance. La société a moins de risques d'être rachetée et en cas d'augmentation de capital, l'offre publique supplémentaire aura davantage de chances de succès. En outre, la performance du cours de l'action sera importante pour une gestion axée sur la valeur actionnariale.
8. Veuillez par exemple vous reporter aux discussions sur le concept d'additionnalité sur [www.IFC.org](http://www.IFC.org)
9. Définition du développement durable selon le « Rapport Brundtland » : Brundtland, G. (1987). Rapport de la Commission mondiale pour l'environnement et le développement : Notre Avenir à tous. Document A/42/427 de l'Assemblée générale des Nations Unies.
10. [www.thegiin.org](http://www.thegiin.org)
11. James Andreoni : « Impure Altruism and Donations to Public Goods: a Theory of Warm Glow Giving. » The Economic Journal, 100, n° 401 (juin 1990), pages 464 à 477.
12. Les choses peuvent changer sur le long terme lorsque de nombreux acteurs ont des objectifs identiques.
13. <https://www.ft.com/content/21009e1c-d8c9-11e9-8f9b-77216ebe1f17>
14. Dans ce contexte, le crédit nouvellement émis ne peut pas être utilisé pour rembourser une ancienne dette arrivant à échéance.
15. Autant la communauté des investisseurs doit fournir les nouveaux capitaux et la dette, autant les acteurs économiques doivent être en mesure de traiter les investissements fournis dans des projets réels.
16. Ces définitions font écho à celles fournies par Brest & Né dans leur article « Unpacking the Impact in Impact Investing », Stanford Social Innovation Review, 2013
17. Kölbel et al : « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact » p. 555, Sage, 2020
18. Paul Brest, Hal Harvey Kevin Low : « Calculated Impact » SSIR, 2009
19. Seuls les investisseurs qui ont réalisé des investissements réels dans une entreprise sont ses « sparring partners » légitimes. Plus la participation qu'ils détiennent dans le capital de l'entreprise est importante, plus leur voix sera écoutée.
20. Voir par exemple Kölbel et al : « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact » p. 555, Sage, 2020
21. L'initiative Science-Based Target (SBTi) est un partenariat entre le CDP, le Pacte mondial des Nations Unies, le World Resources Institute (WRI) et le WWF. Il montre aux entreprises et aux institutions financières dans quelle mesure et à quelle vitesse elles doivent réduire leurs émissions de gaz à effet de serre (GES) pour prévenir les pires effets du changement climatique.
22. Cette déclaration concerne exclusivement les flux monétaires liés à l'investissement ou au désinvestissement. Afin que toute activité d'engagement soit possible, un investissement dans l'entreprise ciblée doit avoir été réalisé.
23. <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-in-listed-equities-strategies-for-pursuing-impact/>
24. Les fervents partisans de la notion d'additionnalité peuvent s'y opposer si l'émetteur n'a aucun mal à se financer. Dans ce cas, l'additionnalité d'un investisseur individuel peut être remise en question car
25. Les fervents partisans de la notion d'additionnalité peuvent s'y opposer si l'émetteur n'a aucun mal à se financer. Dans ce cas, l'additionnalité d'un investisseur individuel peut être remise en question car
26. L'effet sera exacerbé s'il existe un impact fédérateur tel qu'une réglementation (SFDR, la Taxonomie de l'UE) qui conduit la communauté des investisseurs vers une direction commune.
27. Kölbel et al : « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact » p. 555, Sage, 2020.

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog [www.blinvestmentsblog.com](http://www.blinvestmentsblog.com) et abonnez-vous à la newsletter.

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments ("BLI"), avec la plus grande attention et le plus grand soin. Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI. Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication. Ce document ne constitue pas une communication publicitaire au sens du Règlement (UE) 2019/1156, ni un conseil d'investissement, une recommandation ou incitation à investir et ne doit être interprété comme un conseil légal ou fiscal. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution. BLI ne donne aucune garantie quant à l'exactitude, la fiabilité, la récence ou l'exhaustivité de ces informations. La responsabilité de BLI ne pourra pas être invoquée du fait de la fourniture de ces informations ou en tant que résultante d'une décision prise par une personne, que celle-ci soit cliente de BLI ou non, basée sur ces informations, cette personne restant seule responsable de ses propres décisions.

Toute reproduction de ce document est soumise à l'autorisation écrite préalable de BLI.

#### Auteur

Thierry Felten, Head of SRI Strategy & Stewardship, [info@bli.lu](mailto:info@bli.lu)

Date finale de rédaction : 31 mars 2023.

Date de publication : 3 avril 2023 à 10h15.

L'auteur de ce document est employé par BLI - Banque de Luxembourg Investments, une société de gestion agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier Luxembourg (CSSF).