



L'ISR EST-IL UN STYLE ?

XAVIER DE BAYSER *
LIONEL BRAFMAN **

Si la notion de style est connue de la communauté financière depuis longtemps, l'utilisation qui en est faite par les sociétés de gestion et les investisseurs va croissante. Pour le gestionnaire de portefeuilles, c'est une manière de qualifier sa spécificité et son expertise. Pour l'investisseur, c'est un outil de sélection des fonds et de structuration de ses actifs. Le style de gestion doit, en effet, permettre d'identifier et de classer une méthode d'investissement en fonction des techniques de constitution de portefeuille utilisées.

257

LE STYLE PERMET DE QUALIFIER LA ZONE DE COMPÉTENCE DU GESTIONNAIRE

La notion de style reste toutefois relativement floue, car la distinction peut se faire sur des critères différents. Ainsi, parmi les styles les plus généralement reconnus, certains sont liés à une segmentation du marché selon une des caractéristiques du titre, comme la taille de la capitalisation (*large/mid/small*) ou la sensibilité du titre au cycle économique (*growth/value*). D'autres, à une méthode de gestion comme la rotation sectorielle, la sélection de pays ou le *stock-picking*.

* Président d'IDEAM.

** CFA, Directeur de la gestion d'IDEAM.

IDEAM (Integral Development Asset Management) est la société de gestion d'actifs dédiée à l'investissement socialement responsable (ISR) du Crédit Agricole Asset Management Group. Sa philosophie de gestion est centrée sur la sélection de valeurs en fonction des critères du développement durable. Elle est déclinée selon des processus disciplinés pouvant s'adapter à la demande de la clientèle, qu'il s'agisse des investisseurs institutionnels français et internationaux, des entreprises ou des particuliers.



Enfin, parfois, style de gestion et processus d'investissement se confondent lorsque, par exemple, des processus *top-down* ou *bottom-up* sont assimilés à des styles. Le point commun, et c'est peut-être comme cela que la notion de style peut être définie, est que le style est à la source de la performance obtenue *in fine*.

Bien évidemment, on ne peut pas affirmer qu'un style est, en soi, plus performant qu'un autre. On constate simplement que selon les périodes, selon les phases du cycle économique, certains se révèlent plus efficaces que d'autres, avec généralement une volatilité importante de leur classement. La démarche la plus sage reste, encore et toujours, la diversification. Ainsi, les grands multi-gestionnaires (représentatifs de la démarche institutionnelle) revendiquent-ils des approches « multi-actifs » (allocation « efficiente » optimisée par classe d'actifs), multi-styles (allocation « efficiente » optimisée par style au sein d'une classe d'actifs) et multi-gérants (sélection des « meilleurs gérants » sur chaque style).

L'utilisation du style relève donc ici de deux idées :

1. la spécialisation des gestionnaires par style, parce qu'elle se traduit par une concentration de leurs efforts sur une expertise et une zone de compétence bien définies, vise à sur-performer l'indice de référence. C'est généralement l'argument mis en avant pour privilégier une approche par style ;
2. l'allocation des styles - processus permettant d'obtenir une répartition optimisée des styles selon le couple risque/rentabilité au sein d'une classe d'actifs - doit s'appuyer sur des styles clairs et peu corrélés entre eux pour dégager une diversification maximale par combinaison.

Pour mettre en œuvre une telle approche, l'investisseur recherche des gestionnaires au style bien identifié, ce qui, dans la réalité, s'avère être un exercice difficile car les gestionnaires combinent souvent plusieurs sources d'alpha¹ au sein du processus.

SOUS CERTAINES CONDITIONS, L'ISR EST UN STYLE DE GESTION

La question de savoir si l'Investissement socialement responsable (ISR) est un style est d'autant plus complexe qu'il n'y a, dans ce domaine, ni consensus, ni standards mais au contraire, plusieurs approches. Pour ne citer que les deux principales :

- l'approche par exclusion de secteurs d'activités, ou de titres d'entreprises, selon des considérations liées à la moralité (fonds éthiques) ou à la responsabilité sociale. Il s'agit de la vision historique de l'ISR, plutôt privilégiée par les pays anglo-saxons. La dimension Socialement responsable (SR) est ici matérialisée par un *screening* négatif. Sur



l'univers d'investissement restreint (l'univers éligible), une gestion active peut être réalisée selon des processus (ou des styles) distincts, classiques et indépendants de la notion de responsabilité sociale ;

- l'approche par la sélection positive, plus développée en Europe Continentale consistera à privilégier dans le portefeuille, les sociétés affichant un comportement SR de qualité, respectueux des différentes parties prenantes (salariés, société civile, environnement, actionnaires...), et ira jusqu'à sous-pondérer, voire exclure les moins bons élèves. L'ISR n'est pas ici considéré comme une contrainte, mais comme une opportunité. Cette seconde approche recèle des arguments convaincants pour qualifier l'ISR de style puisqu'elle met en œuvre une nouvelle méthodologie d'évaluation des titres, reposant sur des critères extra-financiers, sur la valeur intangible des sociétés. C'est cette nouvelle dimension d'analyse qui est à l'origine de la constitution du portefeuille.

Mais, en réalité, l'approche ISR est le plus souvent combinée avec d'autres sources de performance, d'autres sources d'alpha (comme par exemple la rotation sectorielle), ce qui peut conduire à marginaliser la dimension SR dans le budget de risque actif, et donc son influence sur la rentabilité du fonds. Seule une attribution de performance des plus élaborée permettrait, alors, d'identifier la contribution de l'évaluation ISR à la performance.

On constate, par ailleurs, dans les portefeuilles ISR un autre effet, sans doute plus subi que souhaité : la présence de biais sectoriels, géographiques, selon la capitalisation ou la répartition *growth/value* par rapport aux fonds et aux indices classiques comme, par exemple, une sur-pondération des *small caps* chez les gestionnaires anglais et allemands, mais plutôt des *big caps* chez les gestionnaires américains, et globalement, une sur-représentation des valeurs de croissance. De tels résultats ont probablement pour origine des biais similaires dans les évaluations faites par les agences de notation ISR et, plus généralement, par les analystes.

VERS UNE NOUVELLE APPROCHE

Reflète d'une réalité (les sociétés de type *value* sont-elles moins responsables que les autres ?) ou effet induit, ce type de biais, indépendant de la notion de responsabilité sociale, ne permet probablement pas d'affirmer que les performances s'expliquent par la seule dimension ISR.

L'Investissement socialement responsable ne peut être qualifié de style que si ses critères sont le premier facteur explicatif de l'alpha. Pour arriver à ce but, les gestionnaires de portefeuilles doivent contrôler et minimiser les biais annexes, subis et non souhaités. En cela, les modèles



de contrôle du risque et de construction de portefeuille apportent une réponse. Mais, au-delà de ces effets induits, les gérants doivent également avoir pour objectif de concentrer la prise de risque sur la seule dimension SR, ou pour le moins, de lui consacrer une sur-allocation dans le budget de risque. C'est lorsque ces conditions sont réunies que l'évaluation ISR est à l'origine de la performance, et que l'ISR devient un style.

Il est important d'en souligner l'importance car aujourd'hui il n'y a pas de corrélation prouvée, à court terme, entre le comportement socialement responsable d'une entreprise et sa valeur boursière. Par contre, il est admis que l'analyse extra-financière intégrant des éléments intangibles permet de réduire les risques et d'asseoir une meilleure image de l'entreprise auprès de toutes ses parties prenantes. Les sociétés qui adoptent une gestion responsable de l'environnement en pratiquant une politique de prévention seront naturellement moins exposées que les autres, à long terme. Il en va de même pour les entreprises qui respectent leurs salariés, savent en détecter le potentiel en développant une politique sociale interne forte (formation, égalité des chances, évolution de carrière) et dans lesquelles règne un climat apaisé. Enfin, un bon gouvernement d'entreprise permettra d'éviter des erreurs stratégiques qui pourraient se traduire par des catastrophes financières.

260

En aval de la gestion, et afin de faire reconnaître l'ISR comme un style par la communauté financière, il est évidemment nécessaire d'apporter la démonstration, par l'analyse et l'attribution de performances des fonds, que la dimension ISR explique la performance, et de mesurer, aussi précisément que possible, sa contribution.

Aujourd'hui, les facteurs extra-financiers liés à la notion de responsabilité sociale peuvent être intégrés de quatre manières différentes dans les processus d'investissement :

- tout d'abord l'analyse financière a redécouvert, grâce à la vague de fond du développement durable, que les actifs extra-financiers qui représentent plus de la moitié de la valorisation des entreprises cotées dans leur ensemble, doivent être mieux pris en compte dans l'évaluation de la valeur de l'entreprise. Ces critères d'évaluation font donc de plus en plus partie de la batterie des critères utilisés par le gestionnaire pour constituer son portefeuille. C'est ce que l'on nomme l'utilisation des critères extra-financiers dans le « *mainstream* » ;
- la deuxième façon d'utiliser ces éléments consiste à sélectionner un univers de titres, considérés comme socialement responsables, dits éligibles, puis de laisser le gestionnaire faire ses paris de style à l'intérieur de cet univers. Cette méthode répond au souci d'avoir un portefeuille composé uniquement de titres éligibles mais présente l'inconvénient



de ne pas être représentative d'un style, donc peu utilisable dans une gestion institutionnelle ;

- la troisième approche serait de concentrer la prise de risque sur des choix de valeurs, de secteurs et/ou de pays faits en fonction de critères ISR ; ce type d'approche a, par exemple, été mis en œuvre dans des fonds obligataires constitués d'emprunts d'États ;

- enfin, la dernière approche, qui a le mérite d'une complète traçabilité, consiste à concentrer la prise de risque sur la seule sélection de valeurs en fonction des critères ISR, la construction de portefeuille permettant de sur-pondérer les meilleures et de sous-pondérer, voire d'éliminer les moins bonnes, tout en évitant les autres biais (secteurs, devises...).

Ces deux derniers processus de gestion, à notre avis, peuvent seuls être considérés comme des styles à part entière et utilisés dans le cadre d'une politique de diversification. Ils permettent en outre, en particulier la dernière approche, de répondre à la question : l'ISR performe-t-il ?

Ce point est crucial car il peut constituer le facteur déclencheur d'une plus grande utilisation des critères ISR dans la gestion, ce qui provoquera un impact sur le cours de Bourse des entreprises respectueuses du développement durable.

NOTES

1. Source d'alpha : stratégie de gestion active visant à rechercher une sur-performance par rapport à un *benchmark*.

