

## De la nécessité de trouver le juste milieu entre *greenwashing* et *greenblushing*

### Mathieu VAISSIE, Directeur de la Recherche, Ginjer AM

En tant que chercheur, Mathieu Vaissie, pour qui l'industrie de la gestion d'actifs peut être un catalyseur de la transition vers la durabilité, s'attache à confronter la théorie et la pratique.

#### Contexte de la recherche

L'impératif écologique au sens le plus large commande de passer d'un équilibre socio-économique à un autre. Il ne s'agit pas simplement de modifier le système existant à la marge. Cela nécessite de coordonner toutes les énergies, privées, institutionnelles, collectives, individuelles.

Un bon indicateur de l'avancée du processus est le niveau de conscience des acteurs. On peut en prendre la mesure en détectant la récurrence de mots-clefs dans les moteurs de recherche : utiliser un moteur de recherche est l'antichambre de l'action. On constate ainsi que les recherches liées à l'ESG progressent de façon spectaculaire à partir de 2018.

Cependant, on assiste, en parallèle, à une progression de la défiance à l'égard de l'approche ESG (*greenwashing*), phénomène qui doit en partie être rattaché à la défiance à l'égard de la finance en général. Le *greenwashing* progresse alors que l'industrie de la gestion d'actifs se mobilise en masse, avec notamment des labels ou des notes ESG qui produisent des effets : on observe que la notation génère un flux d'investissement, et que par ailleurs le flux se renforce si la note est réhaussée et inversement.

Quand on s'intéresse à la qualité des données, on constate, pour un même émetteur, une grande dispersion des notes ESG selon les agences de notation extra-financière, alors que dans le domaine du crédit les notes sont beaucoup plus homogènes. Mais si la qualité des données n'est pas parfaite - on est en particulier assez loin du compte dans le domaine de la mesure de la décarbonation -, la tendance générale est à l'amélioration.

#### Le profil ESG des sociétés cotées en Europe, un bilan en demi-teinte

Les données de l'étude proviennent de Sustainalytics (Morningstar). Si l'on cherche à mesurer la dispersion des profils (notation ESG) à une date récente (avril 2022), on voit que, tous secteurs confondus, les sociétés cotées européennes sont plutôt bien classées.

Si, cette fois, l'on mesure la variation d'un indicateur de risque ESG entre décembre 2018 et avril 2022, on met en évidence, tous secteurs confondus, une baisse de 10 %. La question consiste à savoir si ce recul moyen du risque traduit une amélioration marginale de l'état socio-économique existant ou une amorce de transition vers un autre équilibre. Par ailleurs, quand on analyse les résultats par secteurs, on observe une dispersion élevée qui peut être mise en regard de l'hétérogénéité des méthodes d'analyse employées par les agences de notation spécialisées.

La finance, et dans une moindre mesure la santé et l'immobilier, sont les secteurs qui se sont le plus améliorés.

Si les notes ESG des sociétés cotées européennes progressent en moyenne, les évolutions sont disparates selon qu'on a affaire au E d'environnement (stabilité des notes), au S de social (progression légère) ou au G de gouvernement d'entreprise (progression), domaine où les avancées sont sans doute les plus faciles à réaliser.

Pour l'industrie de la gestion d'actifs, il est important de savoir si les performances boursières (ici mesurées par la variation de la capitalisation) sont influencées par les scores obtenus par les émetteurs dans le domaine de l'ESG. L'approche académique montre que, globalement, les critères ESG n'ont pas d'impact. Cependant, les observations sont probablement biaisées par les stratégies d'exclusion (aucun investissement dans le secteur du charbon par exemple) pratiquées par des gestionnaires s'adressant à des particuliers et, de ce fait, soucieux d'affichage. Ces stratégies conduisent à pénaliser, en les privant de capitaux, les entreprises produisant des efforts pour améliorer leur score ESG.

### Comment l'*homo economicus* (le financier) peut intégrer l'ESG

Il n'y a pas d'incompatibilité dans le fait d'être un financier (un agent économique caractérisé par sa rationalité) et de se préoccuper de critères ESG : la finance est un miroir de la société et vice et versa.

L'industrie de la gestion peut être un catalyseur de la transition vers un système durable, à condition de prendre conscience du fait que l'optimisation des portefeuilles (en vertu de l'application de la théorie de la frontière efficiente) telle qu'elle est habituellement pratiquée, conduit à toujours plus de concentration. On peut sortir de cette impasse, car pour un même niveau de risque choisi, il existe des quantités de portefeuilles optimaux.

L'autre bonne nouvelle pour la gestion d'actifs, c'est qu'en modifiant un portefeuille traditionnel de l'ordre de 15 % à 20 %, on peut le transformer en un véhicule d'investissement à impact qui, du point de vue de la performance, demeure optimal.

### Conclusion

L'*homo economicus* peut apporter sa pierre à l'édifice consistant à opérer une transition vers un nouvel équilibre socioéconomique, mais il ne peut sauver le monde seul. Les entreprises sont des forces agissantes de cette transition et il se trouve que les entreprises européennes (en tout cas les sociétés cotées) se sont globalement mises en ordre de marche. En matière d'investissement, les choix à long terme ne correspondent pas forcément à la rationalité de court terme.

### Points soulevés lors des questions et réponses

Même si l'on peut supposer qu'à long terme, il y aura une convergence entre les méthodes employées par les agences de notation extra-financière, on ne perçoit pas de solution évidente qui pourrait accélérer cette convergence à court terme.

La taxonomie européenne (règlement sur l'établissement du cadre visant à favoriser les investissements durables) constitue une excellente initiative en théorie, mais sa complexité (de l'ordre de 1200 champs pour un même émetteur) est problématique.

A la stratégie d'exclusion, qui pour certains de ses défenseurs, constitue un préalable à un dialogue avec l'émetteur, il faut préférer une démarche consistant à comprendre finement les modèles d'affaires des entreprises susceptibles d'être mises en portefeuille, à voter systématiquement en assemblée générale des actionnaires, et enfin à prendre des positions de conviction (faible rotation des portefeuilles).

L'articulation entre la prise en compte, d'une part des critères ESG, d'autre part des obligations liées à la responsabilité fiduciaire du gestionnaire d'actifs, constitue une question centrale.