

# INVESTISSEMENT RESPONSABLE

---

L'INTÉGRATION DE DONNÉES EXTRA-FINANCIÈRES :  
UN COMPLÉMENT D'INFORMATION UTILE À LA  
PRISE DE DÉCISION DANS L'APPRÉCIATION DES  
PERFORMANCES FINANCIÈRES ?

Papier de recherche



FINANCE

Rédigé par Hugo Priou  
Septembre 2021



**Investissement responsable :**

**L'intégration de données extra-financières peut-elle être un complément d'information utile à la prise de décision dans l'appréciation des performances financières ?**



# Table des matières

|                                                                                                                 |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>RESUME .....</b>                                                                                             | <b>7</b>  |
| <b>INTRODUCTION GENERALE.....</b>                                                                               | <b>8</b>  |
| <b>I. QU'EST-CE QUE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE ?.....</b>                                                     | <b>10</b> |
| <b>A. Les caractéristiques de l'Investissement Responsable.....</b>                                             | <b>10</b> |
| 1. Comment la réglementation peut-elle placer l'enjeu climatique au cœur du système financier établi ? .....    | 10        |
| a. Qu'est-ce que l'Accord de Paris ?.....                                                                       | 11        |
| b. Plan d'action pour la finance durable.....                                                                   | 13        |
| c. Groupes de travail, initiatives de place et labels .....                                                     | 14        |
| 2. Référentiels d'analyse.....                                                                                  | 19        |
| 3. Panorama des différentes approches .....                                                                     | 24        |
| a. Les exclusions.....                                                                                          | 25        |
| i. Les exclusions normatives .....                                                                              | 25        |
| ii. Les exclusions sectorielles .....                                                                           | 26        |
| iii. Les exclusions de notation .....                                                                           | 28        |
| iv. Les exclusions de controverses .....                                                                        | 29        |
| b. Le Best-in-class .....                                                                                       | 29        |
| c. Le Best-in-universe.....                                                                                     | 29        |
| d. Les Best-effort .....                                                                                        | 30        |
| e. L'approche thématique.....                                                                                   | 30        |
| f. L'impact investing .....                                                                                     | 30        |
| <b>B. L'ESG : Une surperformance avérée ?.....</b>                                                              | <b>31</b> |
| 1. Une méta-analyse aux conclusions hétérogènes .....                                                           | 31        |
| a) Contexte et paramètres de l'étude .....                                                                      | 31        |
| b) Résultats de l'étude .....                                                                                   | 33        |
| v. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances financières.....                            | 33        |
| vi. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances de portefeuilles.....                      | 35        |
| vii. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances financières par zones géographiques ..... | 36        |
| 2. La meilleure manière de concilier performance ESG et performance financière .....                            | 38        |
| <b>Conclusion.....</b>                                                                                          | <b>40</b> |
| <b>II. EXISTE-T-IL UN LIEN ENTRE PERFORMANCE ESG ET PERFORMANCE FINANCIERE ?.....</b>                           | <b>42</b> |
| <b>A. Étude de performances financières entre des OPC Responsables et leurs homologues traditionnels.....</b>   | <b>42</b> |
| 1. Définition de l'échantillon des OPC Responsables et de leurs homologues traditionnels.....                   | 42        |
| c) Les OPC Responsables.....                                                                                    | 42        |
| d) Les OPC traditionnels .....                                                                                  | 42        |
| 2. Étude des performances des deux types de stratégie.....                                                      | 43        |
| 3. Étude du couple rendement/risque des deux types de stratégies.....                                           | 43        |
| 4. Les résultats.....                                                                                           | 44        |
| 5. Les recommandations .....                                                                                    | 44        |
| <b>B. Étude de performance financière entre des indices Responsables et leurs homologues traditionnels.....</b> | <b>44</b> |
| 1. Définition de l'échantillon des indices Responsables et de leurs homologues traditionnels .....              | 45        |
| 2. Étude des performances des indices MSCI ESG et de leurs homologues traditionnels .....                       | 48        |
| a) MSCI ACWI ESG Leaders Index .....                                                                            | 48        |
| b) MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index .....                                                                     | 48        |
| c) MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index.....                                                                 | 49        |
| d) MSCI Europe ESG Leaders Index .....                                                                          | 49        |

|           |                                                                                                                                                                              |           |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| e)        | MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index.....                                                                                                                                    | 49        |
| f)        | MSCI USA ESG Leaders Index.....                                                                                                                                              | 50        |
| a)        | Étude du couple rendement/risque des indices MSCI ESG et de leurs homologues traditionnels.....                                                                              | 50        |
| a)        | MSCI ACWI ESG Leaders Index.....                                                                                                                                             | 50        |
| b)        | MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index.....                                                                                                                                      | 50        |
| c)        | MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index.....                                                                                                                                 | 51        |
| d)        | MSCI Europe ESG Leaders Index.....                                                                                                                                           | 51        |
| e)        | MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index.....                                                                                                                                    | 51        |
| f)        | MSCI USA ESG Leaders Index.....                                                                                                                                              | 52        |
| A)        | Les résultats.....                                                                                                                                                           | 52        |
| B)        | Les recommandations.....                                                                                                                                                     | 54        |
| <b>C.</b> | <b>Étude de performances d'un indice action français : Le CAC 40.....</b>                                                                                                    | <b>55</b> |
| 1.        | Méthodologie de calcul des notations ESG et périmètre de l'indice.....                                                                                                       | 55        |
| a.        | Méthodologie de prise en compte des controverses et de calcul des notations ESG Best-in-class et Best-in-universe à partir de deux fournisseurs de données : MSCI & CDP..... | 56        |
| 1)        | Le Best-in-class.....                                                                                                                                                        | 56        |
| 2)        | Le Best-in-universe.....                                                                                                                                                     | 57        |
| 3)        | Les controverses.....                                                                                                                                                        | 57        |
| b.        | Périmètre de l'indice.....                                                                                                                                                   | 57        |
| 2.        | Résultats des rendements et des controverses par quartile ESG.....                                                                                                           | 58        |
| a.        | Les meilleures notations extra-financières de l'indice sont-elles les plus performantes ?.....                                                                               | 58        |
| b.        | Analyse de la fréquence de controverses par quartile ESG au sein du CAC 40.....                                                                                              | 61        |
| 3.        | Recommandations.....                                                                                                                                                         | 61        |
|           | <b>Conclusion.....</b>                                                                                                                                                       | <b>61</b> |
|           | <b>CONCLUSION GENERALE.....</b>                                                                                                                                              | <b>63</b> |
|           | <b>ANNEXES.....</b>                                                                                                                                                          | <b>64</b> |
|           | <b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>                                                                                                                                                    | <b>74</b> |

## Table des figures et tableaux

|                                                                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figure 1 : Les grands évènements en faveur de la préservation de l'environnement .....                                           | 11 |
| Figure 2 : Panorama des labels européens de finance durable <sup>6</sup> .....                                                   | 17 |
| Figure 3 : Modèle de notation MSCI ESG Research LLC .....                                                                        | 20 |
| Figure 4 : Carte de matérialité du SASB sur deux industries .....                                                                | 22 |
| Figure 5 : Carte de matérialité MSCI sur trois sous-industries.....                                                              | 24 |
| Figure 6 : Estimation du nombre d'études empiriques recherchant un lien potentiel entre ESG et performances financières .....    | 33 |
| Figure 7 : Résumé des résultats.....                                                                                             | 34 |
| Figure 8 : Suivi du lien entre ESG et performance financière au sein des principales classes d'actifs .....                      | 36 |
| Figure 9 : Lien entre ESG et performances financières dans diverses zones géographiques (échantillon de comptage des votes)..... | 37 |
| Figure 10 : La frontière de la performance .....                                                                                 | 39 |
| Figure 11 : Performances des deux portefeuilles <sup>24</sup> .....                                                              | 40 |
| Figure 12 : Performances cumulées et ratio de Sharpe sur les trois dernières années .....                                        | 44 |
| Figure 13 : Performances annualisées du MSCI ACWI ESG Leaders Index et du MSCI ACWI .....                                        | 48 |
| Figure 14: Performances annualisées du MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index et du MSCI ACWI ex USA .....                           | 48 |
| Figure 15: Performances annualisées du MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index et du MSCI Emerging Markets.....                  | 49 |
| Figure 16: Performances annualisées du MSCI Europe ESG Leaders Index et du MSCI Europe .....                                     | 49 |
| Figure 17: Performances annualisées du MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index et du MSCI USA Small Cap .....                       | 49 |
| Figure 18: Performances annualisées du MSCI USA ESG Leaders Index et du MSCI USA.....                                            | 50 |
| Figure 19 : Ratio de Sharpe du MSCI ACWI ESG Leaders Index et du MSCI ACWI.....                                                  | 50 |
| Figure 20 : Ratio de Sharpe du MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index et du MSCI ACWI ex USA.....                                    | 50 |
| Figure 21 : Ratio de Sharpe du MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index et du MSCI Emerging Markets .....                         | 51 |
| Figure 22 : Ratio de Sharpe du MSCI Europe ESG Leaders Index et du MSCI Europe .....                                             | 51 |
| Figure 23 : ratio de Sharpe du MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index et du MSCI USA Small Cap.....                                | 51 |
| Figure 24 : Ratio de Sharpe du MSCI USA ESG Leaders Index et du MSCI USA.....                                                    | 52 |

|                                                                                                                                  |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figure 25 : Alpha des indices MSCI ESG face à leur homologue traditionnel .....                                                  | 52 |
| Figure 26 : Alpha des indices MSCI ESG sur 3 ans et 5 ans.....                                                                   | 53 |
| Figure 27 : Méthodologie d'implémentation des notations CDP .....                                                                | 56 |
| Figure 28 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2018 au 31 mai 2019 .....                                               | 58 |
| Figure 29 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2019 au 31 mai 2020 .....                                               | 59 |
| Figure 30 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2020 au 31 mai 2021 .....                                               | 59 |
| Figure 31 : Performance de l'indice CAC 40 avant et après exclusion des 25% moins bons élèves, du 31/05/2018 au 31/05/2021 ..... | 60 |
| Figure 32 : Nombre de controverses par quartile ESG avec l'approche Best-in-class .....                                          | 61 |
| Figure 33 : Croissance des signataires des PRI depuis la création.....                                                           | 64 |
| Figure 34 : Performances de la catégorie Actions Europe du 31 mai 2018 au 31 mai 2021....                                        | 65 |
| Figure 35 : Ratio de Sharpe de la catégorie Actions Europe du 31 mai 2018 au 31 mai 2021                                         | 65 |
| Figure 36 : Fonds actions Europe ayant le Label ISR et performances associées depuis trois ans à compter du 31/05/2021 .....     | 66 |
| Figure 37 : Reporting MSCI ACWI ESG Leader au 31/05/2021 .....                                                                   | 67 |
| Figure 38 : Reporting MSCI ACWI ex USA ESG Leader au 31/05/2021.....                                                             | 68 |
| Figure 39 : Reporting MSCI Emerging Markets ESG Leader au 31/05/2021.....                                                        | 69 |
| Figure 40 : Reporting MSCI Europe ESG Leader au 31/05/2021 .....                                                                 | 70 |
| Figure 41 : Reporting MSCI USA Small Cap ESG Leader au 31/05/2021.....                                                           | 71 |
| Figure 42 : Reporting MSCI USA ESG Leader au 31/05/2021.....                                                                     | 72 |
| Figure 43 : Performances financières, notations ESG et nombre de controverses des 40 constituants du CAC 40 .....                | 73 |

## **RESUME**

Ce papier de recherche traite de l'investissement responsable, particulièrement de la relation entre la performance ESG et de la performance financière.

La première partie se concentre sur la définition au sens large et les facteurs qui contribuent à placer l'investissement responsable comme un nouveau paradigme dans la gestion d'actifs. Par la suite, on retrouve un état des lieux de la littérature sur le lien entre performance extra-financière et performance financière. A première vue, l'intensification de la réglementation et la naissance d'un cadre autour de l'investissement participent à l'essor de l'investissement responsable. Selon la littérature disponible sur le sujet, cette nouvelle forme d'investissement semble affecter positivement les performances financières des entreprises vertueuses.

Dans une deuxième partie, nous vérifions avec des données extra-financières si ce que nous lisons dans la littérature s'avère juste. En effet, l'investissement responsable surperforme dans la gestion active depuis 3 ans et la gestion passive depuis 5 ans.

Nous pouvons en conclure que l'investissement responsable ne détruit pas de valeur, mais justement il permet de concilier durabilité et performances financières.

## INTRODUCTION GENERALE

L'industrie de la gestion d'actifs est aujourd'hui en profonde mutation. Un certain clivage voit le jour entre les puristes de la gestion financière traditionnelle et les avant-gardistes prenant en compte les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) au sein de la décision d'investissement. Pour beaucoup, l'Investissement Responsable se limite à regarder si une entreprise réduit son empreinte carbone ou si elle présente une certaine parité homme-femme dans les instances de direction. En effet, le respect de ces deux derniers critères n'influence pas la santé financière d'une entreprise, cependant l'analyse extra-financière prend en compte des éléments comme le turn-over ayant une incidence directe sur le compte de résultat.

Dans les années 1970, certains précurseurs de la gestion d'actifs se sont penchés sur l'analyse de la gouvernance d'entreprise. Pourquoi ? Le constat était de montrer qu'une entreprise bien gouvernée présente potentiellement moins de risques que ses pairs, et à fortiori présente une meilleure résilience sur l'évaluation de ses actifs. Cette démarche a commencé à se formaliser de plus en plus, jusqu'à devenir un critère pouvant être discriminant au sein de la gestion financière.

Comment l'étude de la gouvernance peut-elle prévenir certains risques ? En effet, nous avons été nombreux à constater que la séparation des pouvoirs, la structure du conseil d'administration ou que la transparence des taxes ont été des sujets mis de côté par certaines organisations comme l'Alliance Renault-Nissan, le groupe Volkswagen, ou encore Wirecard, provoquant des scandales retentissants. Ces controverses peuvent impacter violemment leur capitalisation en quelques séances de bourse. L'exemple de Wirecard qui présentait déjà des risques de gouvernance, attirait la défiance de certains investisseurs. Force est de constater que l'entreprise fait de nouveau face à une sévère controverse en 2020. Le groupe a manipulé son bilan de telle sorte que 1,9 milliard d'euros d'avoirs bancaires localisés aux Philippines étaient en réalité inexistants. Le 18 juin 2020, le titre perdait en quelques heures plus de 70% de sa valeur. Aujourd'hui, le fleuron allemand des paiements a mis la clé sous la porte, laissant derrière lui une ardoise de 3,5 milliards d'euros...

Au début des années 2000, certains investisseurs commencent à regarder de plus près des enjeux sociaux et environnementaux dans leur analyse extra-financière, mais à ce moment-là, aucun



cadre concret n'existe. Des groupes de travail comme les PRI (Principles for Responsible Investments) ou la TCFD (Task force on Climate-related Financial Disclosure) se forment pour aider les investisseurs à mieux cerner ces enjeux, des agences de notation extra-financières se développent, la réglementation s'intensifie, l'offre d'OPC « Responsables » explose, la demande de la part des investisseurs devient structurellement orientée vers les produits incorporant la durabilité.

L'objectif de ce travail de recherche consiste à évaluer au sein de la gestion d'actif s'il existe une possible corrélation entre performances financières et performances extra-financières. nous répondrons à la problématique suivante :

L'intégration de données extra-financières peut-elle être un complément d'information utile à la prise de décision dans l'appréciation des performances financières ?

Ainsi, dans une première partie nous verrons comment la réglementation accélère la prise en compte des enjeux ESG. Nous verrons également au sein de la littérature disponible sur le sujet s'il existe un lien entre ESG et performances financières. Dans une deuxième partie, l'objectif sera de vérifier par nos propres moyens si nous parvenons à trouver un lien entre performances ESG et performances financières, aussi bien dans la gestion active que dans la gestion passive.

## I. QU'EST-CE QUE L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE ?

L'Investissement Responsable ou Investissement Socialement Responsable (ISR) est le fait de prendre en considération des aspect environnementaux, sociaux, et de gouvernance (ESG) dans le processus d'investissement. Cette intégration de critères extra-financiers peut aussi bien s'adapter aux émetteurs privés comme publics, aux émetteurs cotés comme non-côtés, aux états souverains comme aux collectivités locales, et aussi sur les marchés actions, les marchés obligataires ou les produits dérivés.

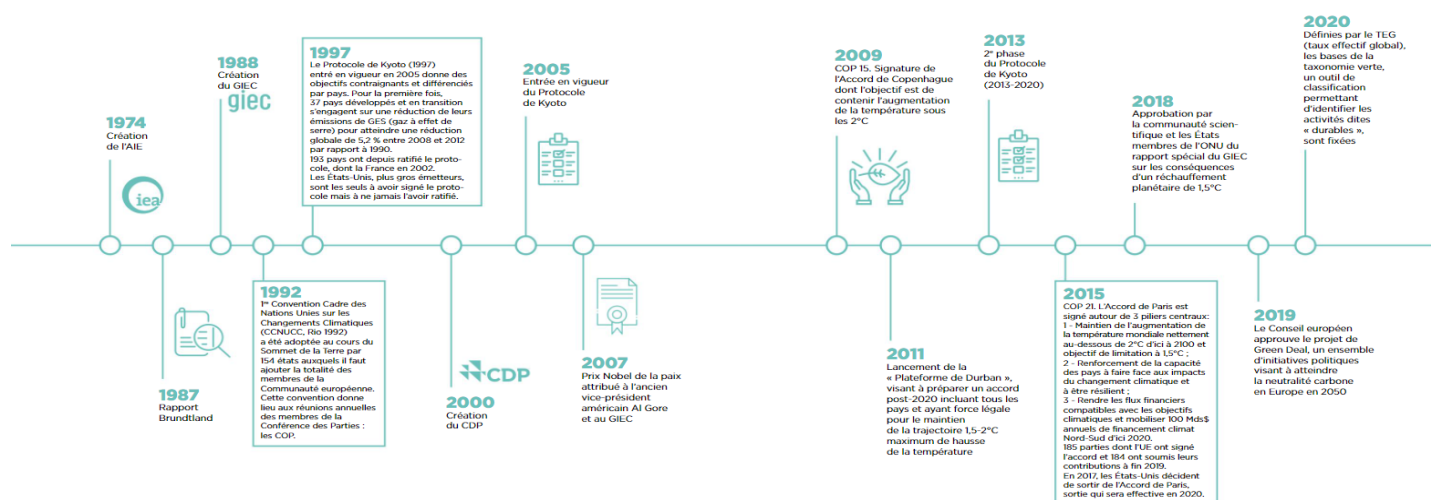
Cette intégration de données extra-financières donnent le plus souvent naissance à un scoring (par exemple sur 10) permettant de situer rapidement le comportement de l'émetteur lors de la prise de décision. D'autres investisseurs optent pour une classification graduelle allant des leaders aux retardataires (Leaders, Strong performers, Challengers, Followers, Laggards). Chacun aboutit de la manière dont il le souhaite à construire son analyse selon sa propre vision et son propre modèle.

Après l'intégration de critères ESG, l'engagement actionnarial constitue le deuxième bloc de l'Investissement Responsable. D'une part, la responsabilité fiduciaire d'un investisseur Responsable implique que celui-ci exerce ses votes en assemblée générale en intégrant des considérations environnementales, sociales et de gouvernance. D'autre part, le gestionnaire alimente avec les émetteurs un dialogue constructif ayant pour objectif de faire évoluer et d'améliorer certaines pratiques des entreprises. Notons que le sujet de l'engagement actionnarial ne sera pas mis en lumière par la suite dans ce travail de recherche.

### A. Les caractéristiques de l'Investissement Responsable

#### 1. Comment la réglementation peut-elle placer l'enjeux climatique au cœur du système financier établi ?

Face à la montée en puissance des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, les états et nations ont lancé une vague de réglementation afin de proposer un cadre normalisé de l'ESG. L'Accord de Paris a marqué la genèse dans l'effort de lutte contre le réchauffement climatique mondial, obligeant les pays à prendre des engagements et à les renforcer progressivement.

Figure 1 : Les grands événements en faveur de la préservation de l'environnement<sup>1</sup>

### a. Qu'est-ce que l'Accord de Paris ?

L'Accord de Paris est un accord international historique qui a été adopté par presque tous les pays en 2015 pour lutter contre le changement climatique et ses impacts négatifs. L'accord vise à réduire considérablement les émissions mondiales de gaz à effet de serre afin de limiter d'ici à 2100 l'augmentation de la température mondiale à 2 degrés Celsius au-dessus des niveaux préindustriels, tout en poursuivant les moyens de limiter l'augmentation à 1,5 degré<sup>2</sup>. L'accord comprend des engagements de tous les principaux pays émetteurs de réduire leur pollution climatique et renforcer ces engagements au fil du temps.

Conformément aux promesses électorales de Trump, les États-Unis se sont retirés de l'Accord de Paris le 4 novembre 2020, au lendemain de l'élection américaine. Malgré la volonté de se désengager de la lutte contre le réchauffement climatique, les représentants américains ont continué à participer aux négociations de l'ONU sur le climat pour solidifier les détails de l'accord. Parmi les responsables des villes et des états, les chefs d'entreprise, les universités et les citoyens privés, il y a eu une vague de participation à des initiatives telles que America's

<sup>1</sup> DNCA. (2021). *8 clefs pour comprendre le défi climat*

<sup>2</sup> United Nations Framework Convention on Climate Change. (2015). *Paris Agreement*



Pledge, la United States Climate Alliance, We Are Still In, le American Cities Climate Challenge, etc. Les mouvements visent à approfondir et accélérer les efforts de lutte contre le changement climatique aux niveaux local, régional et national.

Pour atteindre les objectifs initiaux de l'Accord de Paris, 186 états ont soumis des objectifs de réduction de carbone. Ces objectifs décrivaient les engagements de chaque pays pour réduire les émissions à horizon 2025 ou 2030. Après les promesses et les engagements, les pays doivent rendre compte de leurs inventaires de gaz à effet de serre et de leurs progrès par rapport à leurs objectifs, ce qui permet aux experts extérieurs d'évaluer leur succès. Les pays doivent également revoir leurs engagements et proposer des objectifs progressivement plus ambitieux tous les cinq ans, dans le but de réduire davantage leurs impacts.

La COP 21 porte ses fruits, les pays ayant ratifié l'Accord de Paris présentent leurs engagements pour lutter efficacement contre le réchauffement climatique. La Chine, par exemple, s'est engagée à réduire ses émissions de carbone au plus tard en 2030. L'Inde vise à réduire d'ici 2030 l'intensité des émissions de 33% à 35% par rapport aux niveaux de 2005 et à produire 40% de son électricité à partir de sources de combustibles non fossiles d'ici 2030. Les États-Unis, deuxième émetteur de carbone après la Chine, s'étaient engagés à réduire leurs émissions globales de gaz à effet de serre de 26% à 28% par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2025. Les initiatives américaines pour atteindre cet objectif comprennent le Clean Power Plan (un programme état par état visant à réduire le carbone dans le secteur de l'énergie) et le renforcement des normes d'économie de carburant dans le secteur du transport.

Un rapport publié en octobre 2018 par le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC - IPCC) a averti que pour atteindre l'objectif inférieur de 1,5 degré Celsius, les émissions doivent être réduites de 40% à 60% par rapport aux niveaux de 2010 d'ici à 2030, pour atteindre la neutralité carbone vers 2050<sup>3</sup>. Pour atteindre l'objectif plus élevé de 2 degrés, les émissions doivent être réduites de 25%. Il y a encore d'importants efforts à attendre de la part des nations, des régulateurs et des institutions financières pour atteindre ces objectifs.

---

<sup>3</sup> GIEC, IPCC. (2018). *Global warming of 1.5°C*

La France, l'un des pays leaders en matière de réglementation ESG, a adopté l'article 173 pionnier au lendemain de la COP 21 sur le changement climatique. Cette loi exige des investisseurs qu'ils rendent compte publiquement de la manière dont ils appréhendent les risques ESG, et notamment les questions climatiques.

L'Union Européenne n'a pas tardé à s'emparer du leadership sur les enjeux climatiques en proposant un plan d'action pour la finance durable ambitieux.

#### *b. Plan d'action pour la finance durable*

Consciente des enjeux de durabilité, l'Union Européenne met au point en 2018 un plan d'action pour la finance durable ayant pour but d'établir une stratégie globale afin de mobiliser le secteur financier privé vers la durabilité. En 2019, l'Union Européenne a significativement augmenté les mesures en faveur de l'environnement et du climat pour atteindre de nouveaux objectifs. Ambitieux et atteignable, le plan d'action vise en premier lieu la neutralité carbone d'ici 2050<sup>4</sup>. Pour se faire, l'objectif intermédiaire est d'atteindre une réduction de 55% des gaz à effet de serre à horizon 2030. Pour se faire, en comptant également sur l'aide du secteur financier, la commission Européenne mobilise 1.000 milliards d'euros sur 10 ans dans la cadre du financement de la transition climatique.

La transition ne peut être faite si et seulement si la finance – institutions financières, assurance, institutions de gestion financière – joue son rôle et utilise son pouvoir à bon escient. Les régulateurs insistent auprès des institutions financières pour que chaque acteur publie des rapports de transparence sur la prise en compte des critères de durabilité dans leurs activités. D'une part, la commission a développé le projet de taxonomie européenne, qui offre un cadre normalisé pour identifier les activités dites « verte » des activités considérées comme « brunes ». L'objectif du règlement sur la taxonomie est de fournir un langage commun pour identifier les activités durables à l'usage des investisseurs, des institutions financières, des entreprises et des émetteurs.

---

<sup>4</sup> Commission européenne. (2018). *Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre*

D'autre part, le règlement de l'Union Européenne sur la divulgation des finances durables plus connu sous le sigle SFDR (Sustainable Financial Disclosure Regulation) exige depuis mars 2021 que les acteurs des marchés financiers publient et maintiennent sur leurs sites internet une déclaration sur la transparence en matière de durabilité, plus précisément sur la manière dont les gestionnaires d'actifs et les sociétés de conseil en investissement intègrent les principaux effets négatifs en matière de durabilité. Ce règlement a pour vocation de rattacher chaque produit d'investissement à un article des trois articles (article 6, 8 et 9) qui ont chacun leur spécificité. Ces différents articles se focalisent sur le degré de prise en compte des effets négatifs en termes de durabilité. A ce jour, il reste déclaratif chez les gestionnaires d'actifs mais obligatoire.

Ces diverses mesures européennes renforçant la transparence influencent directement le comportement de certaines entités telles que les gestionnaires de fonds alternatifs, les sociétés de gestion d'OPCVM, les entreprises d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement. Ces entités devront utiliser le cadre de la taxonomie et du SFDR lors de la publication d'informations dans les prospectus, les rapports annuels, les communications non-financières et sur les sites web. La nécessité de standardiser les pratiques d'investissement à ces divulgations signifie que les règlements européens peuvent également influencer la manière dont de nombreux gestionnaires d'actifs intègrent l'ESG dans leurs processus d'investissement. Ainsi, le renforcement des mesures réglementaires peut influencer deux variables, d'une part une meilleure appréhension des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance ; et d'autre part une prime de valorisation des actifs dû à une meilleure gestion des critères extra-financiers et à une meilleure résilience.

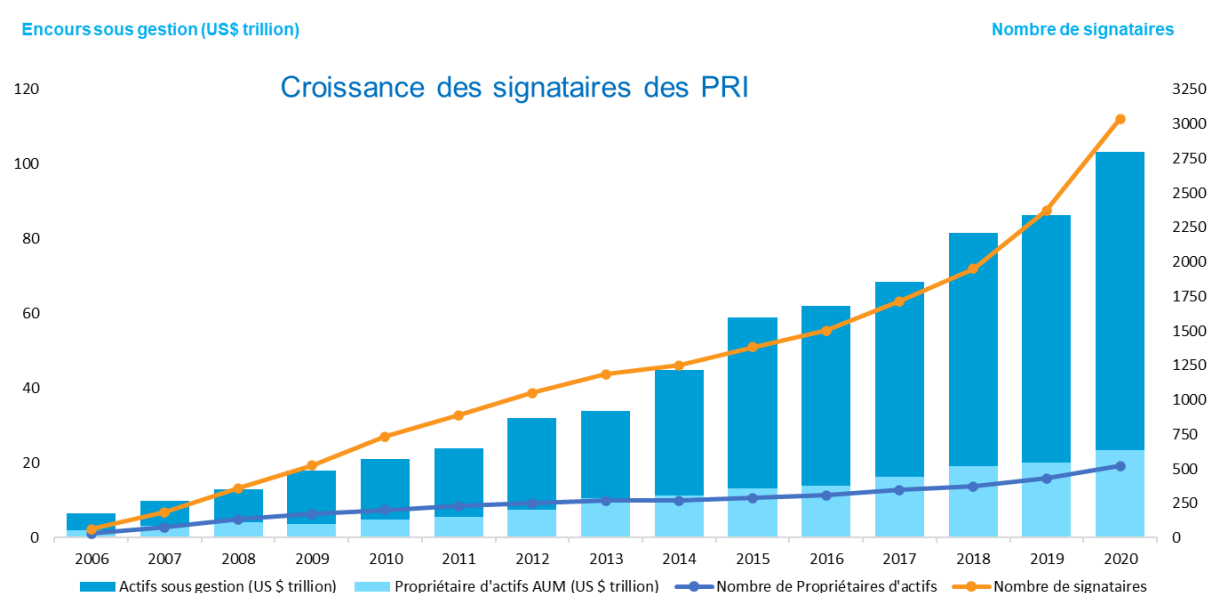
### *c. Groupes de travail, initiatives de place et labels*

Dans un souci de se conformer aux exigences réglementaires, des organisations ont travaillé afin de faciliter la compréhension et la transparence de l'investissement Responsable. Ces organisations contribuent pleinement au changement ainsi qu'au progrès en la matière.

L'une des plus connues, les « Principes pour l'Investissement Responsable » ou PRI (Principles for Responsible Investment) s'adresse aux propriétaires d'actifs comme des fonds de pensions ou des compagnies d'assurances, les gestionnaires de portefeuille d'investissement tels que les

sociétés de gestions et les sociétés de service financier. Créé en 2006 par une vingtaine d'investisseurs institutionnels, ce groupe de travail s'est constitué pour favoriser un système financier plus durable et aider les propriétaires et gestionnaires d'actifs à adopter les meilleures pratiques liées à l'Investissement Responsable.

Soutenue par les Nations Unies, cette initiative rassemble à la fin du deuxième trimestre 2021 plus de 3.800 signataires pour un encours total supérieur à 100.000.000 milliards de dollars ( $100 \times 10^{18}$ )<sup>5</sup>.



L'émergence d'un cadre autour de l'Investissement Responsable permet d'intégrer à l'analyse financière traditionnelle une nouvelle dimension : l'analyse des critères extra-financiers. L'adhésion aux PRI permet de rendre compte d'un certain niveau d'engagement, mais également de rester parmi les acteurs incorporant les meilleures pratiques en la matière. En effet, ce groupe de travail a pour mission d'évaluer les pratiques mise en œuvre par les acteurs financiers (propriétaires, gestionnaires et services financiers). Ces notations peuvent être rendues publiques ou privées, selon la volonté du signataire. A l'échelle de la France qui comporte près de 300 signataires, deux d'entre eux se sont vus se faire exclure de l'ONG en

<sup>5</sup> Principles for Responsible Investment. (2021). *PRI update Q2 2021*



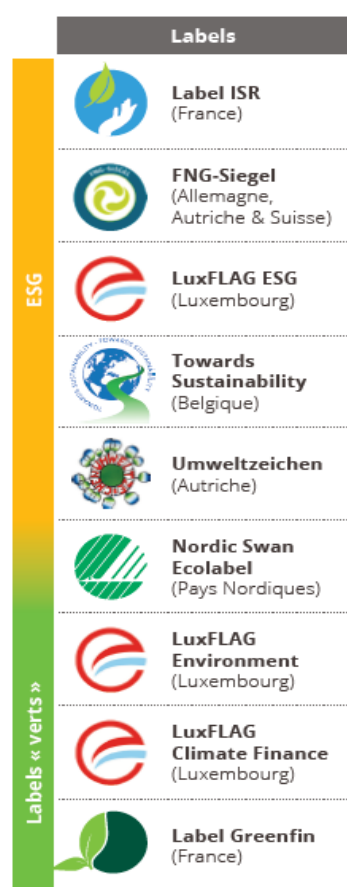
2020. Au-delà du reporting annuel du signataire exigé par les PRI, l'organisation propose des outils à destination de la gestion action, de la gestion obligataire ou mixte, mais aussi pour le private equity, la démarche d'engagement actionnarial et les propriétaires d'actifs. Bien que les PRI agissent de manière globale pour standardiser l'investissement Responsable, d'autres organisations sont spécialisées dans des domaines plus précis comme la divulgation de données environnementales.

CDP (anciennement Carbon Disclosure Project) est une organisation internationale à but non lucratif permettant aux investisseurs, aux entreprises, aux villes, aux États et aux régions de d'appréhender leurs impacts environnementaux. Il s'agit de la référence mondiale en matière de transparence sur les enjeux environnementaux. Fondé en 2000, CDP est aujourd'hui la base de données la plus vaste et la plus complète sur ces enjeux. Chaque année, le groupe de travail aide des milliers d'entreprises, de villes, d'États et de régions à mesurer, à encourager et à gérer leurs risques et opportunités liés au changement climatique.

En 2021 plus de 590 investisseurs, représentant plus de 110.000 milliards de dollars d'actifs, ont demandé aux entreprises de communiquer par le biais du CDP des informations sur leur gestion des enjeux environnementaux. Cette initiative de place porte ses fruits, plus de 9.600 entreprises ont présenté des rapports sur le changement climatique, la gestion de l'eau et les forêts par l'intermédiaire de CDP. En complément au CDP, la TCFD (Task force on Climate-related Financial Disclosure) est un groupe de travail créé à la demande des dirigeants du G20 suite à l'adoption des Accords de Paris. L'ambition première de la TCFD est de proposer un cadre de reporting et des recommandations générales et sectorielles liées au climat chez les émetteurs, qu'ils soient cotés ou non cotés. Les groupes de travail et les initiatives de place contribuent conjointement avec la réglementation à l'accélération de la transparence sur la durabilité du côté des émetteurs. Créé en 1997, le Global Reporting Initiative aide les entreprises à identifier et divulguer des normes d'impacts sur les enjeux économiques, environnementaux et sociaux. Ayant pour but d'améliorer la comparabilité mondiale de ces derniers enjeux, les normes aident les organisations à comprendre et à divulguer leurs impacts d'une manière qui répond aux besoins de multiples parties prenantes. A contrario, le Sustainability Accounting Standards Board (SASB) est une organisation indépendante à but non lucratif qui établit des normes pour guider la divulgation de critères ESG les plus pertinents pour les investisseurs. Nous y reviendrons plus en détail dans la prochaine section. Afin de

consolider leurs approches, le GRI et le SASB collaborent afin de proposer le cadre le plus cohérent sur les enjeux de durabilité, le GRI étant spécialisé dans la transparence au niveau des corporates et le SASB proposant un modèle d'intégration de ces enjeux pour les gestionnaires d'actifs.

Figure 2 : Panorama des labels européens de finance durable<sup>6</sup>



Au vu de l'importance de ces organisations, elles semblent être en mesure de proposer un cadre normalisé et des approches standardisées, aussi bien pour les entreprises que pour les investisseurs.

L'essor de la finance durable s'est accompagné du développement de stratégies et de méthodologies ESG propriétaires. Ainsi, chaque gestionnaire d'actifs peut – selon sa vision et son degré de prise en compte des critères extra-financiers – exprimer son implication en terme de durabilité. Par conséquent, régulateurs ainsi que gestionnaires d'actifs cherchent des moyens tangibles de montrer la véracité de leurs stratégies incorporant la durabilité dans les process d'investissement. Des labels « verts » aux labels ESG<sup>6</sup> (Label ISR, Label Greenfin, FNG-Siegel LuxFLAG ESG, Towards Sustainability, Umweltzeichen, Nordic Swan Ecolabel, etc.), les états ont conçu leurs propres cahiers des charges pour faire face aux nombreuses promesses confuses et variées.

<sup>6</sup> Novethic. (2020). *Panorama des labels européens de finance durable*

En 2016, la France lance son Label ISR avec dans un premier temps deux exigences à satisfaire<sup>7</sup> :



- Une part des émetteurs analysés ESG dans le portefeuille du fonds durablement supérieure à 90% ;
- Réduction d'au moins 20% des entreprises les moins vertueuses de l'univers investissable, ou note ESG moyenne du portefeuille meilleure que celle de l'univers de départ après exclusion de 20% des émetteurs les moins vertueux.

Force est de constater que les groupes de travail, les initiatives de place, les pouvoirs publics et les régulateurs convergent et s'unissent pour faire émerger un cadre autour de la prise en compte des critères ESG.

Climetrics est la première organisation en termes d'évaluation de fonds des risques et opportunités liés au climat. Il évalue de manière indépendante des milliers de fonds gérés activement et d'ETF et ses notations sont consultables gratuitement, offrant aux investisseurs une transparence sur les risques liés au changement climatique. Climetrics utilise les données des entreprises leaders du marché provenant du CDP et de ISS ESG. Il s'appuie également sur des sources de données supplémentaires, telles que Science-Based Targets initiative et RE100. La méthodologie de Climetrics est alignée sur les recommandations de la TCFD. Elle intègre les scores CDP alignés sur la TCFD pour les entreprises dans l'évaluation des portefeuilles, et suit le reporting des gestionnaires d'actifs basé sur la TCFD par le biais du cadre de reporting PRI<sup>8</sup>. Les différents groupes de travaux trouvent des intérêts complémentaires à s'associer dans le but de créer le cadre le plus cohérent pour standardiser l'ESG.

---

<sup>7</sup> Label ISR. (2020). *Référentiel du label*

<sup>8</sup> Climetrics. (2021). *Fund Rating Methodology*

## 2. Référentiels d'analyse

Aujourd'hui, chaque gestionnaire d'actifs intègre les données extra-financières comme il le souhaite. Ainsi, il existe une infinité de méthodologies de notation ESG. Néanmoins, la définition d'une démarche ESG implique que la méthodologie d'analyse intègre à minima un critère sur chacun des trois piliers : l'environnement, le social et la gouvernance.

Les modèles de notation sont généralement plus ou moins les mêmes, en l'occurrence l'analyse de la donnée sous-jacente peut être très divergente entre les prestataires de données extra-financières ou les institutions élaborant leur propre modèle. Chacun possède sa propre définition de l'ESG, son propre modèle, ses outils et sa propre méthode de calcul. Mais peut-on vraiment comparer les scores obtenus ? Bien qu'ils constituent un complément d'information intéressant, les notations ESG nécessitent un regard critique dans leur appréciation. Les deux agences principales – MSCI et Sustainalytics – proposent des méthodologies et des scores ESG comparables. Cependant, les sous-critères de notations (ci-dessous en bleu clair) qui aboutissent au détail des scores E, S et G peuvent exprimer de profonds désaccords. D'après Barclays, la corrélation sur l'ensemble de ces sous-critères entre MSCI et Sustainalytics est faible, celle-ci s'élève à 0.57<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Barclays. (2016). ESG Investing in Credit Markets

Figure 3 : Modèle de notation MSCI ESG Research LLC<sup>10</sup>

| PILIER ENVIRONNEMENT                        |                                        |                                  |                                | PILIER SOCIAL                           |                                              |                                  |                                    | PILIER GOUVERNANCE       |                                       |
|---------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| Changement de Climat                        | Capital Naturel                        | Pollution et déchets             | Opportunités environnementales | Capital Humain                          | Responsabilité des produits                  | Opposition des parties prenantes | Opportunités sociales              | Gouvernance d'entreprise | Comportement d'entreprise             |
| Emissions Carbone                           | Stress Hydrique                        | Emissions toxiques et déchets    | Technologie propre             | Management du travail                   | Sécurité et qualité des produits             | Approvisionnement controversé    | Accès à la communication           | Conseil d'administration | Ethique des affaires                  |
| Empreinte carbone du produit                | Biodiversité et utilisation des terres | Solutions d'emballage et déchets | Bâtiment vert                  | Santé et sécurité                       | Sécurité chimique                            |                                  | Accès à la finance                 | Rémunération             | Pratiques anti compétitives           |
| Financement de l'impact environnemental     | Approvisionnement en matières 1eres    | Déchets électroniques            | Energie renouvelable           | Développement du capital humain         | Sécurité des produits financiers             |                                  | Accès soins de santé               | Possession               | Instabilité et corruption             |
| Vulnérabilité liée au changement climatique |                                        |                                  |                                | Normes de travail de la chaîne d'appro. | Confidentialité et sécurité des données      |                                  | Opportunités en nutrition et santé | Comptabilité             | Instabilité du système de financement |
|                                             |                                        |                                  |                                |                                         | Investissement responsable                   |                                  |                                    |                          | Transparence des taxes                |
|                                             |                                        |                                  |                                |                                         | Assurer le risque sanitaire et démographique |                                  |                                    |                          |                                       |

La comparaison de ces deux différentes méthodologies met en évidence des perceptions différentes dans l'appréciation des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance pour chaque agence de notation. L'absence d'un cadre réglementaire spécifique à la notation extra-financière ou d'une contrainte législative peut conduire comme un certain nombre d'études le soulignent, à des divergences dans le score ESG final<sup>11</sup>.

Quels éléments sont susceptibles d'expliquer une faible corrélation des notations extra-financières ?

Les agences de notation et les sociétés de gestion formalisent leur référentiel de notation selon leur vision, leur approche, leur méthodologie de notation de l'ensemble des sous-critères mais pas seulement. On constate que deux écoles s'opposent, celle dont la notation ESG est fondée sur un référentiel de critères extra-financiers fixe, et celle dont le référentiel et les pondérations des sous-critères dépend du secteur étudié. Cette seconde méthodologie est fondée sur la matérialité, c'est-à-dire les critères ESG les plus susceptibles d'impacter la performance

<sup>10</sup> Dôm Finance

<sup>11</sup> Cairn Info. (2018). *Comparaison de trois méthodologies ESG : Les bases de données extra-financières fournissent-elles la même information ?*



économique d'une entreprise en fonction de son secteur. L'adoption d'un référentiel fixe appliqué à l'ensemble des secteurs est généralement adopté par des sociétés de gestion qui alimentent leurs bases de données propriétaires, mais aussi par des agences de notation comme Ethifinance – spécialisée dans les small et mid caps européennes – qui équipondère un ensemble de 159 critères extra-financiers sur les piliers E, S et G. Cette analyse a pour inconvénient de diluer les critères matériels spécifiques à chaque industrie.

Créées en juillet 2011, les normes du SASB identifient le sous-ensemble de questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) les plus matérielles pour la performance économique, dans un ensemble de 77 industries. Il s'agit de sélectionner les critères ESG les plus pertinents. La matérialité – qui constitue un certain nombre d'indicateurs clés propres à chaque industrie sur le plan environnemental, social et de gouvernance – est susceptible d'influencer la santé économique, et par conséquent le niveau de valorisation d'une entreprise<sup>12</sup>. La carte de matérialité ci-dessous présente les enjeux ESG les plus matériels sur deux industries bien différentes. On constate que les enjeux retenus sont bien différents en fonction du secteur étudié. Les cases rouges représentent les indicateurs les plus pertinents dans deux secteurs différents : le tabac et la santé. Les critères d'analyse sont donc propres à chaque industrie.

---

<sup>12</sup> Costanza Consolandi, Robert G. Eccles and Giampaolo Gabbi. (2020). *How Material is a Material Issue? Stock Returns and the Financial Relevance and Financial Intensity of ESG Materiality*

Figure 4 : Carte de matérialité du SASB<sup>13</sup> sur deux industries

| Dimension                   | General Issue Category                           | Tobacco | Health Care Delivery |
|-----------------------------|--------------------------------------------------|---------|----------------------|
| Environment                 | Ghg Emissions                                    |         |                      |
|                             | Air Quality                                      |         |                      |
|                             | Energy Management                                |         |                      |
|                             | Water & Wastewater Management                    |         |                      |
|                             | Waste & Hazardous Materials Management           |         |                      |
|                             | Ecological Impacts                               |         |                      |
| Social Capital              | Human Rights & Community Relations               |         |                      |
|                             | Customer Privacy                                 |         |                      |
|                             | Data Security                                    |         |                      |
|                             | Access & affordability                           |         |                      |
|                             | Product Quality & Safety                         |         |                      |
|                             | Customer Welfare                                 |         |                      |
| Human Capital               | Selling Practices & Product Labeling             |         |                      |
|                             | Labor Practices                                  |         |                      |
|                             | Employee Health & Safety                         |         |                      |
| Business Model & Innovation | Employee Engagement, Diversity & Inclusion       |         |                      |
|                             | Product Design & Lifecycle Management            |         |                      |
|                             | Business Model Resilience                        |         |                      |
|                             | Supply Chain Management                          |         |                      |
|                             | Materials Sourcing & Efficiency                  |         |                      |
| Leadership & Governance     | Physical impacts Of Climate Change               |         |                      |
|                             | Business Ethics                                  |         |                      |
|                             | Competitive Behavior                             |         |                      |
|                             | Management Of the Legal & Regulatory Environment |         |                      |
|                             | Critical Incident Risk Management                |         |                      |
|                             | Systemic Risk Management                         |         |                      |

Les investisseurs utilisent les directives du SASB pour classer les questions de durabilité comme matérielles ou immatérielles en fonction de l'appartenance à une industrie. C'est d'ailleurs sur ces travaux que Temasek – le fonds souverain de Singapour gérant plus de 220 milliards de dollar US – s'est basé pour formaliser son modèle de notation ESG<sup>14</sup>. Cette carte de matérialité figurant comme référence en la matière a pour avantage d'être utilisée aussi bien pour l'analyse de sociétés cotées que non-cotées, et autant sur des large caps que sur des PME-ETI. Ce modèle a ses limites. En effet, le second niveau de granularité comporte plus de 900 points de données pour évaluer les 25 enjeux ESG. Il peut être difficile à appliquer aux PME, qui n'ont pas forcément la capacité et la connaissance pour répondre à toutes les questions

<sup>13</sup> Mozaffar Khan, George Serafeim, and Aaron Yoon. (2015). *Corporate Sustainability : First Evidence on Materiality*

<sup>14</sup> SASB. (2020). *SASB ESG Integration Insights*

quantitatives et qualitatives très précises. Par exemple, il peut être compliqué pour un équipementier automobile d'évaluer le pourcentage de matériaux provenant de contenus recyclés ou remanufacturés, ou encore pour une entreprise dans l'hôtellerie d'énumérer le nombre de complexes hôteliers situés dans des zones d'inondation centennale<sup>15</sup>...

La question de la matérialité est donc un choix déterminant dans la méthodologie de notation ESG. Elle est évaluée par un processus rigoureux faisant intervenir trois paramètres<sup>16</sup> :

- La « preuve d'intérêt » d'un critère en analysant les milliers de rapports annuels et d'articles de presse. Les résultats indiquent la fréquence à laquelle ces questions sont soulevées, aussi bien dans les rapports RSE, que dans les résolutions proposées aux actionnaires, les journaux spécialisés et les articles de presse ;
- La « preuve d'impact économique » en mesurant les effets potentiels sur la croissance du chiffre d'affaires, la rentabilité du capital, la gestion des risques et la qualité du management ;
- Un ajustement prospectif ayant pour but d'identifier de nouvelles questions pouvant avoir un effet positif ou négatif sur les parties prenantes (actionnaires, employés, fournisseurs, consommateurs...) ou si une innovation de rupture peut substituer des produits ou services existants. Ces ajustements doivent avoir une probabilité de réalisation importante pour être considérés comme pertinents.

Pour illustrer, il paraît plus judicieux d'analyser différemment une banque d'une mine de métaux précieux. En effet, ces entreprises ont des stratégies et des objectifs bien différents. Par exemple, il semble préférable de regarder sur une mine d'or les enjeux tels que la gestion de l'eau, les émissions de gaz à effet de serre, le taux d'accident au travail qui peut avoir un effet négatif sur le compte de résultat du fait des coûts d'indemnisation, de recrutement et de

---

<sup>15</sup> Carte de matérialité du SASB (sous license)

<sup>16</sup> Robert G. Eccles, George Serafeim. (2014). *La frontière de la performance*

formation. Sur une banque, on regardera davantage, la sécurité des données, le management du capital humain et la structure de la gouvernance.

L'agence de notation extra-financière MSCI – référence en termes de données ESG – a élaborée sa propre carte de matérialité avec une pondération des 37 enjeux clés sur les 158 sous-industries du mapping Global Industry Classification Standard (GICS). L'exemple ci-dessous présente l'architecture de cette carte de matérialité sur trois sous-industries : les métaux précieux & minéraux, les compagnies aériennes et les banques diversifiées.

Figure 5 : Carte de matérialité MSCI sur trois sous-industries<sup>17</sup>

|              |   | PILIER        |  | THEMES |    | enjeux clés |    |                       |    |                       |    |                     |    |                                |    |                |    |                    |    |                                  |    |                       |    |                          |    |                              |    |                      |    |                                |    |                                    |    |                 |    |                                      |    |                                         |    |                                           |    |                      |    |                       |    |                                            |    |                                              |    |                                                         |    |                                |    |                  |    |                             |    |                                                      |    |                                  |    |                   |    |                                         |    |                                                     |    |                              |    |                                          |    |                                      |    |                                |    |                          |    |                    |    |                          |    |                                                  |    |                          |    |              |    |          |    |              |    |                      |    |                        |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |   |
|--------------|---|---------------|--|--------|----|-------------|----|-----------------------|----|-----------------------|----|---------------------|----|--------------------------------|----|----------------|----|--------------------|----|----------------------------------|----|-----------------------|----|--------------------------|----|------------------------------|----|----------------------|----|--------------------------------|----|------------------------------------|----|-----------------|----|--------------------------------------|----|-----------------------------------------|----|-------------------------------------------|----|----------------------|----|-----------------------|----|--------------------------------------------|----|----------------------------------------------|----|---------------------------------------------------------|----|--------------------------------|----|------------------|----|-----------------------------|----|------------------------------------------------------|----|----------------------------------|----|-------------------|----|-----------------------------------------|----|-----------------------------------------------------|----|------------------------------|----|------------------------------------------|----|--------------------------------------|----|--------------------------------|----|--------------------------|----|--------------------|----|--------------------------|----|--------------------------------------------------|----|--------------------------|----|--------------|----|----------|----|--------------|----|----------------------|----|------------------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|---|
|              |   | Environnement |  | Social |    | Gouvernance |    | Changement climatique |    | Ressources naturelles |    | Pollution & Déchets |    | Opportunités environnementales |    | Capital humain |    | Qualité du produit |    | Contrainte des parties prenantes |    | Opportunités sociales |    | Gouvernance d'entreprise |    | Comportement de l'entreprise |    | Émissions de carbone |    | Empreinte carbone des produits |    | Financement Impact environnemental |    | Stress hydrique |    | Biodiversité et utilisation des sols |    | Approvisionnement en matières premières |    | Émissions toxiques et déchets d'emballage |    | Matériaux et déchets |    | Déchets électroniques |    | Opportunités dans les technologies propres |    | Opportunités dans la construction écologique |    | Opportunités dans le domaine des énergies renouvelables |    | Gestion de la force de travail |    | Santé & Sécurité |    | Formation du capital humain |    | Normes du travail dans la chaîne d'approvisionnement |    | Sécurité et qualité des produits |    | Sécurité chimique |    | Protection financière des consommateurs |    | Protection de la vie privée et sécurité des données |    | Investissements responsables |    | Assurance santé & Risques démographiques |    | Controverses sur l'approvisionnement |    | Relations avec les communautés |    | Accès à la communication |    | Accès à la finance |    | Accès aux soins de santé |    | Opportunités en matière de nutrition et de santé |    | Conseil d'administration |    | Rémunération |    | Contrôle |    | Comptabilité |    | Ethique des affaires |    | Transparence des taxes |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |   |
| Secteur GICS | ▼ | ▼             |  | 34     | 33 | 33          | 22 | 12                    | 24 | 9                     | 33 | 19                  | 10 | 12                             | 12 | 12             | 12 | 12                 | 12 | 12                               | 12 | 12                    | 12 | 12                       | 12 | 12                           | 12 | 12                   | 12 | 12                             | 12 | 12                                 | 12 | 12              | 12 | 12                                   | 12 | 12                                      | 12 | 12                                        | 12 | 12                   | 12 | 12                    | 12 | 12                                         | 12 | 12                                           | 12 | 12                                                      | 12 | 12                             | 12 | 12               | 12 | 12                          | 12 | 12                                                   | 12 | 12                               | 12 | 12                | 12 | 12                                      | 12 | 12                                                  | 12 | 12                           | 12 | 12                                       | 12 | 12                                   | 12 | 12                             | 12 | 12                       | 12 | 12                 | 12 | 12                       | 12 | 12                                               | 12 | 12                       | 12 | 12           | 12 | 12       | 12 | 12           | 12 | 12                   | 12 | 12                     | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 1 |

En fin de compte, deux écoles s'opposent, bien que les gestionnaires d'actifs les plus imposants comme BlackRock ou Amundi et les fonds souverains adoptent de plus en plus la matérialité au cœur de leur méthodologie d'analyse, certains préfèrent utiliser un référentiel identique sur l'ensemble des secteurs.

### 3. Panorama des différentes approches

On constate qu'une grande diversité d'approches ESG coexistent. Ces différentes implémentations sont nombreuses et diverses, et certaines d'entre elles peuvent être complémentaires.

<sup>17</sup> Méthodologie MSCI ESG Research – Materiality Map. (2021).

### *a. Les exclusions*

Une stratégie d'exclusion consiste dans un portefeuille à interdire le financement de certaines activités commerciales jugées contraires à l'éthique, préjudiciables à la société ou en violation des lois ou règlements. Les critères sont utilisés pour déterminer si une entreprise respecte le niveau de normes souhaité. Sinon, il peut être retiré de la prise en compte dans le processus d'investissement, refusant à l'entreprise l'accès au capital. On retrouve quatre types d'exclusions : les exclusions normatives, les exclusions sectorielles, les exclusions de notations et les exclusions de controverses.

#### *i. Les exclusions normatives*

Les exclusions normatives regroupent les exclusions des lois ou accords internationaux, et que les entreprises impliquées dans des violations des principes de l'ONU tels que le travail des enfants. Les entreprises engagées dans de graves violations de la gouvernance d'entreprise, telles que la corruption, et qui ne manifestent aucune volonté de résoudre ces problèmes, sont également généralement exclues. Les accords internationaux les plus connus sont les Accords d'Ottawa en 1997 qui interdisent aux états ayant ratifié cette convention de participer au financement de la production de armes à sous-munitions (ASM), et les Accords d'Oslo en 2008 qui privent les investisseurs à financer les mines antipersonnel (MAP). Ces exclusions sont obligatoires pour les gestionnaires d'actifs dès lors que la société de gestion exerce dans un état ayant ratifié l'accord. Ces exclusions peuvent être étendues aux armes biologiques, aux armes chimiques, aux armes à laser aveuglant, aux armes incendiaires, aux armes à éclats non-localisables, aux armes nucléaires et aux armes à uranium appauvri. Que ce soit par aveuglement, brûlures, mutineries diverses via des éclats non-localisables, ou encore par l'utilisation de l'uranium qui inflige des conséquences humanitaires catastrophiques sur le long terme ; toutes ces armes causent des souffrances excessives ou injustifiées aux combattants et peuvent également toucher sans distinction les populations civiles, y compris en période d'apaisement de tensions.

Après avoir choisi le panel des armes considérées comme « controversées », le gestionnaire d'actif doit se fixer un niveau d'exigence plus ou moins restrictif qui a une importance déterminante sur le nombre de sociétés exclues de l'univers d'investissement. On peut déceler

deux niveaux de granularité. Le premier niveau consiste à éliminer les sociétés qui produisent, qui stockent ou qui commercialisent des armes « controversées » ou des pièces indispensables à la production de ces armes. D'autre part, le second niveau de granularité – le plus restrictif – exclu toute entreprise ayant un lien quelconque avec l'une des armes potentiellement controversées. Selon la définition du gestionnaire d'actifs, l'investisseur peut être amené à ne pas investir dans des sociétés produisant des composants de plates-formes de livraison, tels que les camions, avions, les châssis, plateformes sur lesquels les lanceurs sont montés... Ainsi, une entreprise dont 0,01% du chiffre d'affaires dépend d'une activité liée aux armes controversées est directement exclue de l'univers d'investissement, sans aucune dérogation, ni cas particulier. Cette approche peut s'avérer trop restrictive pour l'investisseur, l'obligeant à exclure certaines entreprises dans le secteur de l'aéronautique, comme Dassault Aviation ou encore Boeing qui produisent des avions. C'est l'exemple du F-15 (Boeing) capable d'accueillir des armes à sous-munitions sous son aile.

## ii. Les exclusions sectorielles

Quant à elles, les exclusions sectorielles visent à exclure un ou plusieurs secteurs qui ne sont pas considérés comme éthiques, contraires à certaines religions ou encore trop polluantes. De nombreux gestionnaires et propriétaires d'actifs s'interdisent de financer certaines activités. Les exclusions les plus fréquentes sont avant tout les exclusions du secteur du charbon, des énergies fossiles, du nucléaire, du tabac, de l'alcool, des jeux d'argent, de la pornographie, des Organismes Génétiquement Modifiés (OGM), des fourrures animales, de l'armement, ou encore du cannabis, de l'huile de palme, du porc ou des contraceptifs. En effet, la liste est longue, diverse et variée.

L'exclusion relative au secteur du charbon thermique est probablement la plus fréquente, par opposition au charbon sidérurgique utilisé dans la production d'acier. On sait qu'il existe désormais des substituts au charbon thermique pour lutter contre le réchauffement climatique, notamment l'augmentation de l'utilisation des énergies renouvelables ; tandis que le charbon sidérurgique n'a actuellement aucun substitut économiquement viable. Pour aller plus loin, le charbon sidérurgique ne délivre aucune émission de CO<sub>2</sub> liée à la consommation finale du produit (scope 3 de l'acier = 0) contrairement au charbon thermique. Pour quelle raison exclure le charbon thermique ? D'une part, le charbon thermique – qui est la ressource la plus polluante



et la plus utilisée – représente approximativement 40% des émissions de gaz à effet serre. D'autre part, les pays développés se sont engagés à ne plus utiliser de charbon thermique d'ici 2030 et les pays en développement se sont fixés le même objectif à horizon 2040. Quatre risques majeurs sont prépondérants pour les sociétés de gestion quant à l'utilisation du charbon thermique :

- Le risque réglementaire se matérialise dès lors que de nombreux pays s'engagent à réduire leur empreinte carbone et favorisent des réglementations allant en faveur de la décarbonation de l'économie ;
- Le risque financier se caractérise sur les prix de la matière première du fait de la réduction de la demande de charbon. Par ailleurs, le nombre croissant d'investisseurs qui délaisse ce secteur appuie à la baisse sur le niveau de valorisation de ces actifs ;
- Le risque physique se produit si on continue d'exploiter massivement le charbon. Le charbon étant responsable de la majeure partie des gaz à effet de serre, son exploitation pourrait empirer les conséquences sur le réchauffement climatique et ainsi impacter durablement la sphère économique et la stabilité financière ;
- Le risque de réputation se concrétise via les controverses, mais aussi pour les sociétés de gestion qui ne prennent pas les mesures nécessaires face à l'abandon progressif du charbon.

Pour se faire, les gestionnaires et propriétaires d'actifs fixent en règle générale des seuils de chiffre d'affaires à ne pas dépasser. Ils n'investissent pas dans les sociétés dont plus de x% du chiffre d'affaires dépend de l'exploitation du charbon thermique ou que x% de l'électricité est produite à partir de charbon thermique. La base de données Global Coal Exit List (GCEL) faite par Urgewald est la référence en termes de sociétés impliquées dans le charbon.

L'exclusion des secteurs du tabac et de l'alcool s'articulent autrement. Dans un premier temps, il est indispensable d'identifier les différents acteurs que l'on veut conserver et ceux que l'on veut exclure. On peut identifier cinq types d'acteurs :

- Les producteurs qui fabriquent des produits alcoolisés ou à base de tabac, notamment les brasseurs, les distillateurs et les vignerons ou les cigares, les cigarettes, les cigarettes électroniques, les snus, les chewing gum au tabac ;
- Les concédant de licence qui concèdent sous licence le nom ou la marque de leur société à des produits alcoolisés ou à base de tabac ;
- Les distributeurs qui sont impliqués dans la vente en gros de produits alcoolisés aux détaillants ou à base de tabac ;
- Les détaillants qui vendent au détail des produits alcoolisés, tels que comme les supermarchés, les magasins d'alcool, les restaurants, les bars et les pubs, ou les tabacs et duty-free ;
- Les fournisseurs qui fabriquent et fournissent les principales matières premières et autres produits utilisés spécifiquement pour la production de produits alcoolisés, tels que le malt, le houblon, la mélasse, les édulcorants, les alcools distillés, ou autour de tabac comme les feuilles, les filtres, le goudron, etc.

Il est indispensable pour les gestionnaires et propriétaires d'actifs d'identifier judicieusement les acteurs à exclure. Ce choix qui est déterminant, peut avoir des conséquences d'exclusion sur d'autres secteurs tels que l'hôtellerie ou la restauration, où par exemple Accor Hotels vend de l'alcool. Une fois ces acteurs identifiés, il ne reste plus qu'à fixer un seuil limite de chiffre d'affaires pour identifier les sociétés impliquées.

Les exclusions des autres secteurs fonctionnent également de la même manière. Certains choix peuvent considérablement réduire l'univers d'investissement de départ et ainsi limiter la diversification du portefeuille.

### iii. Les exclusions de notation

Les exclusions de notation consistent à exclure les sociétés dont le score ESG ou le score de l'un des piliers E, S ou G est trop faible. Ces sociétés peuvent présenter un risque dont des investisseurs préfèrent s'en prémunir, d'autant plus que ces sociétés impactent négativement le score ESG final du fonds. De manière générale, les exclusions de notation sont alignées aux contraintes des labels. Pour répondre aux exigences du label ISR, les investisseurs excluent d'office les 20% des moins bonnes notations.

#### iv. Les exclusions de controverses

Certaines sociétés font face à des mauvaises nouvelles de différentes ampleurs, à des scandales souvent liés à un défaut de gouvernance, on appelle ces événements des « controverses ». Les investisseurs et les agences de notations extra-financières analysent l'ampleur de ces controverses. Elles sont généralement classées sous quatre catégories : mineure, modérée, sévère et très sévère. De nombreux investisseurs estiment qu'ils ne peuvent pas financer ou rester investis dans des sociétés qui font face à des controverses jugées très sévères, voire sévères. Ainsi, ils rédigent dans leur code de transparence les règles du processus d'investissement quant aux exclusions de controverses. Ces décisions ont des conséquences directes sur le cours des sociétés qui font face à une controverse très sévère.

##### *b. Le Best-in-class*

Le Best-in-class est une approche qui consiste à investir dans les sociétés les plus vertueuses au sein de leur secteur d'appartenance. Cette approche a un avantage dans la gestion d'actifs, elle permet de librement investir dans tous les secteurs. Bien que certains secteurs aient une moins bonne cote que d'autres, le Best-in-class prend en compte la notation relative d'une société par rapport à ses pairs. L'investisseur peut donc par exemple choisir d'investir dans une industrie polluante dès lors que la ou les sociétés choisies font parties des meilleures notations au sein de leur industrie hormis les secteurs définis dans la politique d'exclusion.

##### *c. Le Best-in-universe*

Par opposition au Best-in-class, le Best-in-universe consiste à choisir les sociétés ayant les meilleures notations ESG. Cette approche prend en compte la notation ESG absolue et ne tient pas compte des secteurs. Le Best-in-universe a un avantage, le fait de retenir les entreprises qui sont les plus vertueuses sur le plan environnemental, social et sur la gouvernance. Néanmoins, elle comporte un inconvénient majeur, le fait d'exclure certains secteurs qui peuvent être relativement moins bien notés que d'autres. C'est le cas par exemple des secteurs polluants comme l'industrie pétrolière. Ainsi, il n'est pas possible de procéder à une réplique sectorielle d'un indice par exemple.

#### *d. Les Best-effort*

Le Best-effort – moins pratiqué par les investisseurs – consiste à investir dans les entreprises dont le score ESG est en nette amélioration. Cette pratique peut être très efficace d'un point de vue de la performance financière. En effet, de nombreux investisseurs et notamment les plus importants, n'investissent pas par exemple dans des sociétés dont la notation est inférieure à 2/10 ou la note est CCC ou B selon les différentes méthodologies appliquées. Ces sociétés mises de côté par les investisseurs peuvent être attractives du point de vue de la valorisation ou de la rentabilité financière, mais la notation ESG ne leur permet pas de les soutenir financièrement. Certaines d'entre elles voient leur performance financière s'accroître significativement lorsque les principales agences de notation réévaluent leur score ESG (au-dessus de 2/10 par exemple). Le Best-effort peut donc être une stratégie d'investissement performante. Cette approche est complémentaire soit au Best-in-class soit au Best-in-universe.

#### *e. L'approche thématique*

L'approche thématique consiste à investir sur des thématiques ou des problématiques d'avenir bien définies. Cette stratégie peut s'appliquer à l'actif total d'un fonds ou à une poche de l'actif d'un fonds. Elle peut également être couplée à une stratégie de sélection ESG en surpondérant l'un des piliers E, S ou G selon la thématique retenue. Ces thématiques sont le plus souvent tournées vers l'environnement ou le social, comme les énergies renouvelables, la gestion de l'eau, le vieillissement de la population, ou encore la sécurité des données, l'intelligence artificielle, la robotique... Ces entreprises sont retenues dès lors qu'une part suffisamment importante du chiffre d'affaires dépasse un seuil prédéfini, ou alors qu'elles ont une position dominante dans la thématique choisie.

#### *f. L'impact investing*

La gestion à impact ou l'impact investing est une notion définie en 2007 par la fondation Rockefeller. C'est un mode de gestion qui consiste à investir dans des entreprises ayant un impact mesurable par une évaluation continue tout au long de la vie d'un projet. L'investissement à impact se différencie de l'investissement socialement responsable dans la mesure où la motivation première est de prouver un effet positif par des données extra-

financières spécifiques sur un ou plusieurs critères définis. Ce type d'investissement a pour but de conjuguer impact environnemental, social ou sociétal avec la performance financière. L'investissement à impact cible par exemple l'insertion ou l'inclusion sociale visant à intégrer des personnes en situation de précarité, en situation de handicap, ou encore à réduire considérablement l'empreinte carbone.

## B. L'ESG : Une surperformance avérée ?

L'investissement responsable s'est considérablement développé ces dernières années. Mais l'histoire de l'investissement ESG est similaire à d'autres situations que nous avons déjà vécues par le passé sur les marchés financiers. Ce n'est pas la première fois qu'un nouveau paradigme émerge et modifie le paysage de la gestion d'actifs. Ce fut également le cas avec le smart beta et l'investissement factoriel lors de la crise financière de 2008. De ce fait, le lien entre performance financière et performance ESG a fait l'objet d'une abondante littérature sur le sujet. Les résultats sont disparates bien qu'une majorité d'études identifient une relation positive.

### 1. Une méta-analyse aux conclusions hétérogènes

#### *a) Contexte et paramètres de l'étude*

La manière dont les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance influencent la performance financière des entreprises est un sujet d'intérêt pour les universitaires et les praticiens depuis le début des années 1970. Cependant, l'objectif principal de cette étude a été d'établir une image claire de la corrélation entre l'ESG et la performance financière. En effet, la confiance a été sapée par certaines études concluant que l'intégration de l'ESG dans le processus d'investissement a donné des résultats ambigus, peu concluants ou contradictoires.

Si le nombre d'études empiriques est un guide fiable, alors l'intérêt des investisseurs pour l'ESG a bondi au cours des 40 dernières années. Depuis le début des années 1970, environ 2.250 études universitaires ont été publiées sur le lien entre l'ESG et la performance financière des entreprises ; 70 % d'entre elles ont été publiées au cours des 15 dernières années. Cette augmentation de la littérature académique correspond également à la croissance des actifs sous gestion dédiés aux investissements ESG.

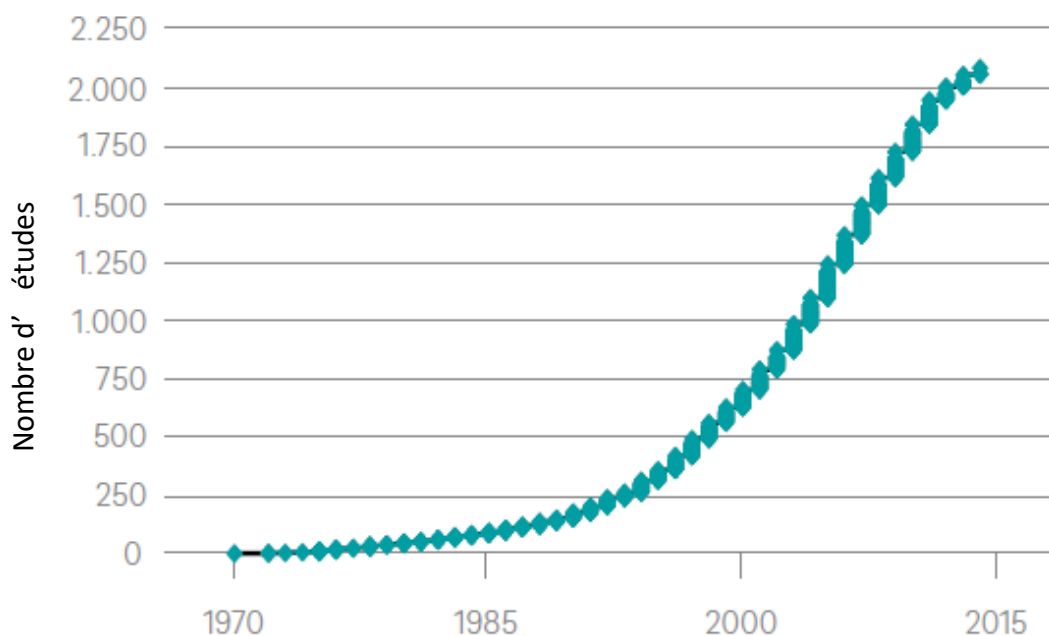
Selon les estimations de Friede, Busch & Bassen (2015)<sup>18</sup> faites dans l'étude « ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies », entre 1970 et 2014, il y a eu un total de 60 études de synthèse avec un nombre brut de 3.718 études sous-jacentes sur le thème de l'ESG et de la performance financière. Toutefois, après ajustement pour tenir compte des chevauchements, ce chiffre tombe à environ 2.250 études primaires uniques, la majorité de cette croissance ayant eu lieu à partir de 2000 (figure 6).

---

<sup>18</sup> Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment



Figure 6 : Estimation du nombre d'études empiriques recherchant un lien potentiel entre ESG et performances financières<sup>19</sup>



Source : Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment

#### b) Résultats de l'étude

##### v. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances financières

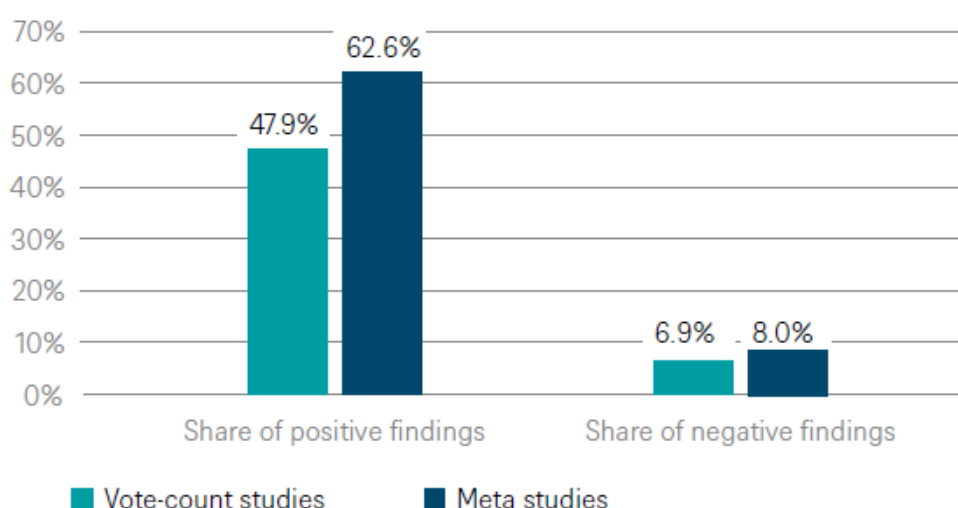
C'est cet univers d'environ 2.250 études que Deutsche Asset Management et l'Université de Hambourg ont examiné pour déterminer si l'intégration de l'ESG dans le processus d'investissement a eu un effet positif sur la performance financière, le cas échéant si cet effet était stable dans le temps, comment le lien entre l'ESG et la performance financière différerait selon les régions et les classes d'actifs.

<sup>19</sup> Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210-233

Friede, Busch & Bassen constatent que les arguments commerciaux en faveur de l'investissement ESG sont empiriquement bien fondés, de sorte que l'investissement ESG est financièrement rentable et semble stable dans le temps.

La figure suivante présente en détail les conclusions générales, à savoir que seulement 10% des études révèlent une relation négative entre le ESG et la performance financière, avec une proportion écrasante de résultats positifs, dont 47,9% dans les études par comptage des votes et 62,6% dans les méta-études. Les études de comptage des votes comptent le nombre d'études primaires avec des résultats significatifs positifs, négatifs et non significatifs et " votes " la catégorie ayant le plus grand nombre de résultats comme gagnante (Light & Smith 1971). Ces études fournissent des informations solides, mais sont moins sophistiquées d'un point de vue statistique. Les méta-analyses, quant à elles, regroupent les résultats des études de manière économétrique. Elles importent directement les tailles d'effet et les tailles d'échantillons des études primaires pour calculer un effet synthétique sur l'ensemble des études primaires (Hedges & Olkin 1980 ; Hunter et al. 1982).

Figure 7 : Résumé des résultats



Source: Friede, Busch, Bassen (December 2015)

Outre la distribution sommaire des résultats, les données permettent également d'examiner les résultats de performance dans diverses classes d'actifs. Cependant, historiquement, la plupart

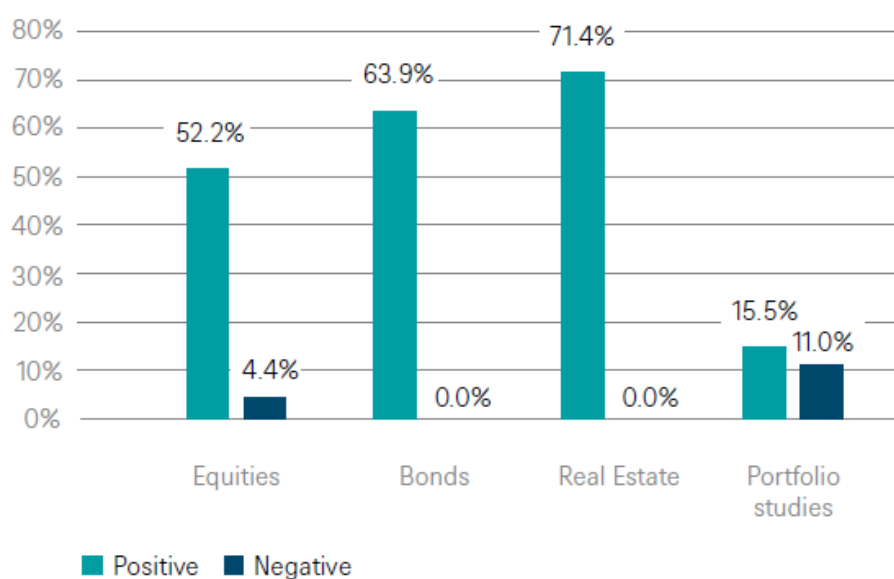
des analyses se sont concentrées sur le lien ESG – performances financières dans les études de portefeuilles d'actions et de fonds de fonds actions, qui représentaient environ 90% de l'univers de la littérature publiée. Cependant, ces dernières années, l'étude des stratégies ESG sur les marchés d'actifs autres que les actions a connu une augmentation lente, mais régulière.

De cette analyse, deux résultats importants ressortent : premièrement, la faible performance des études de gestion de portefeuille et, deuxièmement, la réponse positive disproportionnée à l'intégration des critères ESG dans d'autres catégories que les actions, en particulier le fixed income et l'immobilier, (Figure 8). En ce qui concerne la part élevée de résultats positifs pour les obligations et l'immobilier, ce domaine de recherche relativement jeune pour l'ESG, puisqu'entre la fin des années 1990 et 2014, seulement 36 études sur les obligations et sept études sur l'immobilier ont été identifiées.

#### vi. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances de portefeuilles

Les résultats décevants des études de portefeuille (comprenant des études sur les performances financières, les indices et les portefeuilles long-short) sont le berceau potentiel du biais de perception des investisseurs en matière d'investissement ESG. Les études basées sur les portefeuilles, comparées aux études non basées sur les portefeuilles (basées sur les entreprises), présentent une relation plus faible. Cela peut refléter le fait que de nombreux fonds ESG suivent un mélange de filtres ESG négatifs et positifs, qui attirent un large éventail d'investisseurs axés sur la valeur et la recherche de profits. Par conséquent, l'unification de ce groupe de fonds sous une seule classification peut entraîner des distorsions et noyer les divers facteurs de marché et hors marché qui se chevauchent.

Figure 8 : Suivi du lien entre ESG et performance financière au sein des principales classes d'actifs



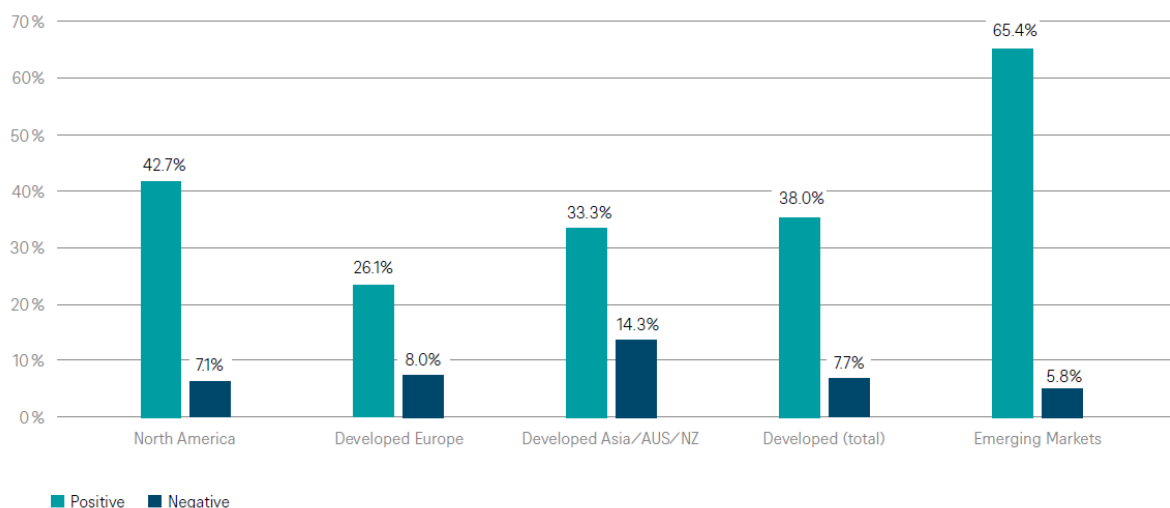
Source: Friede, Busch, Bassen (December 2015)

En outre, les auteurs constatent qu'une partie de l'alpha ESG est annulée par les frais, qui représentent en moyenne 2,5% dans les FCP internationaux. Dans le pire des cas, les investisseurs dans des FCP responsables pourraient s'attendre à ne rien perdre par rapport aux investissements dans des fonds conventionnels.

#### vii. Résultats globaux de recherche de lien entre ESG et performances financières par zones géographiques

Certaines études ont également analysé les différences potentielles de corrélation entre ESG et performances financières au sein de différentes régions. Deux modèles principaux ont été identifiés sur la base de 402 études. Premièrement, les marchés développés hors Amérique du Nord ont affiché une part plus faible de rendements positifs, l'Europe développée présentant les pires résultats (26,1% de résultats positifs), contre 42,7% pour l'Amérique du Nord. Une partie de ces mauvais résultats en Europe reflètent le fait qu'un plus grand nombre d'études de portefeuille ont été menées avec l'échantillon européen et asiatique/australien, ce qui peut biaiser les données.

Figure 9 : Lien entre ESG et performances financières dans diverses zones géographiques (échantillon de comptage des votes)



Source: Friede, Busch, Bassen (December 2015)

Cependant, si l'on exclut toutes les études de portefeuille pour les échantillons de marchés développés, le ratio positif pour l'Amérique du Nord passe à 51,5%, et pour l'Europe et l'Asie/Australie combinées à 45,6%. Cela implique que l'écart précédent entre les deux échantillons se réduit considérablement, passant de 14,9 à 5,9 points de pourcentage, mais reste néanmoins important.

Le résultat important suivant est la forte corrélation entre l'ESG et la performance financière dans le groupe d'études des marchés émergents, avec une part de 65,4% de résultats positifs. Cette proportion est donc significativement plus élevée que sur les marchés développés. Si l'on exclut la proportion d'études sur les fonds communs de placement, le ratio passe à 70,8%. Par conséquent, sur la base de 52 études uniquement axées sur les études liées aux actions, l'écart avec les marchés développés est considérable (figure 9).

Les résultats plus convaincants du point de vue des marchés émergents correspondent bien aux résultats de l'enquête menée par les PRI, qui montrent que les investisseurs particuliers des

marchés émergents, tels que le Brésil et l'Afrique du Sud, semblent plus engagés sur les questions ESG que leurs homologues des pays développés<sup>20</sup>.

Cela peut refléter la plus grande sensibilité de ces économies au changement climatique, à la pollution et aux activités minières. L'enquête des PRI a interrogé des détenteurs de fonds de pension aux États-Unis, en France, en Australie, en Afrique du Sud et au Brésil. Elle a révélé que les personnes interrogées dans les pays émergents étaient souvent les plus préoccupées par l'utilisation de combustibles fossiles, le recours au travail des enfants, la rémunération excessive des PDG et les entreprises qui ont recours à des échappatoires fiscales.

## 2. La meilleure manière de concilier performance ESG et performance financière

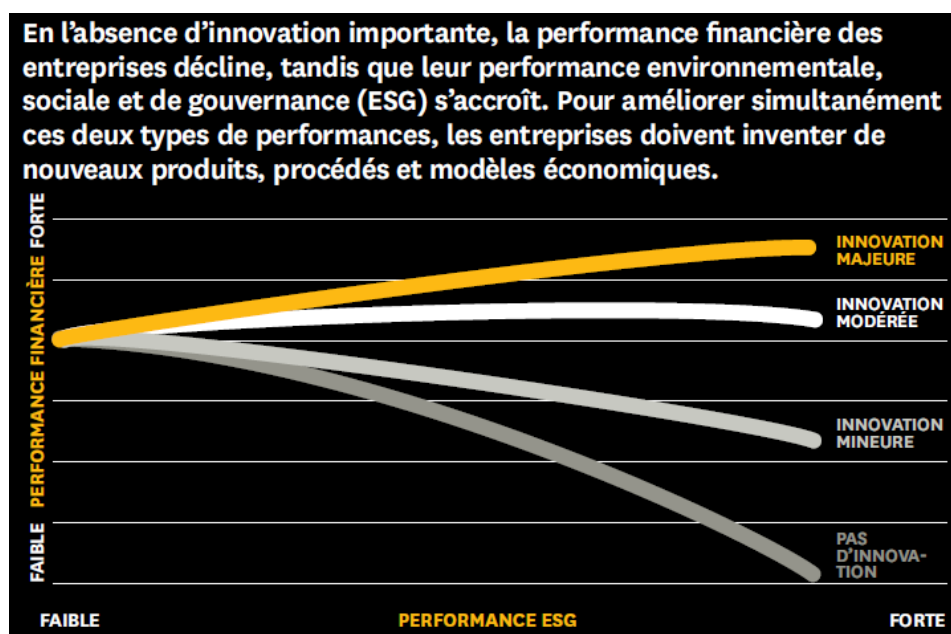
Désormais les entreprises incorporent en grande majorité les questions ESG. Mais à elles seules, ces considérations ne peuvent pas être source de surperformance. Une étude publiée en 2014 de Harvard Business Review intitulée « La frontière de la performance », liste les trois facteurs indispensables aux entreprises pour fonder une stratégie durable et performante.

En effet, l'ignorance des critères ESG dans des entreprises peut leur coûter cher. Foxconn a vu sa capitalisation boursière être divisée par deux après un scandale lié aux conditions de travail déplorables de ses employés en Chine. BP a suivi le même sort suite à l'explosion d'une de sa plate-forme pétrolière au large du Mexique. UBS en a également fait les frais à la suite d'une fraude fiscale sur 200 milliards de dollars d'actifs de clients privés. La conclusion de ce travail de recherche met en lumière – comme de nombreuses autres études<sup>21</sup> – l'importance de la matérialité, notamment celle du SASB ; la nécessité d'innover, surtout pour sa performance financière.

---

<sup>20</sup> PRI. (2015). *Why do investors sign the Principles for Responsible Investment?*

<sup>21</sup> NN Investment Partners. (2016). *The materiality of ESG factors for equity investment decisions: academic evidence*

Figure 10 : La frontière de la performance<sup>22</sup>

SOURCE : ANALYSE ÉCONOMÉTRIQUE DE PLUS DE 3000 ENTREPRISES PAR LES AUTEURS.

Enfin, il ne faut pas oublier la communication de l'entreprise vis à vis des parties prenantes concernées. Cette communication qui concerne les innovations majeures est déterminante. Les innovations majeures nécessitent des investissements sur de nombreuses années, il faut donc faire la promotion de la performance extra-financière ainsi que de la performance financière associée afin de justifier ces investissements aux actionnaires.

Une étude d'Amundi<sup>23</sup> qui avait pour but de déterminer s'il existe un lien entre performance ESG et performances financières a tiré des conclusions controversées. En effet, la surperformance des actifs ESG dépend de la période étudiée et de la zone géographique. Sur la période 2010 à 2013 le portefeuille ESG sous-performe le portefeuille d'origine, néanmoins il surperforme sur la période 2014 à 2017.

<sup>22</sup> Harvard Business Review. (2014). *La frontière de la performance*

<sup>23</sup> Amundi. (2018). *How ESG has impacted the asset pricing in the equity market*



Une étude de la financière de l'échiquier<sup>24</sup> a comparé deux portefeuilles constitués d'un univers de 500 entreprises européennes. Le premier portefeuille intitulé « TOP 40 » est constitué des 40 meilleures notations ESG et inversement pour son homologue « FLOP 40 ». les performances annualisées sont les suivantes :

Figure 11 : Performances des deux portefeuilles<sup>24</sup>

| Période             | TOP 40 | FLOP 40 |
|---------------------|--------|---------|
| 2010                | 39,5%  | 21,3%   |
| 2011                | -13,7% | -14,3%  |
| 2012                | 28,6%  | 7,3%    |
| 2013                | 22,2%  | 26,4%   |
| 2014                | 5,5%   | 2,7%    |
| 2015                | 28,3%  | 20,6%   |
| 2016                | 4,3%   | 13,7%   |
| 2017                | 24,5%  | 19,4%   |
| 2018                | -12,2% | -22,6%  |
| Performance cumulée | 191,7% | 83,5%   |

On constate sur la période étudiée que le TOP 40 a une performance cumulée deux fois supérieure au FLOP 40. Les bons élèves ESG ont donc largement surperformé les moins bons. Par ailleurs, le portefeuille vertueux a fait des meilleures performances que le FLOP 40, neuf années sur sept.

## Conclusion

L'importance de la durabilité est incontestée. Désormais, le défi actuel consiste à intégrer les aspects environnementaux, sociaux et économiques de la durabilité dans le processus

---

<sup>24</sup> La Financière De l'Echiquier. (2019). *ISR & Performance*

d'investissement afin d'exploiter tout le potentiel des facteurs ESG susceptibles d'augmenter la valeur. Un cadre autour de l'ESG commence à se formaliser grâce au renforcement de la réglementation et de la convergence des groupes de travail. Malgré les difficultés, nous constatons que ce domaine suscite un intérêt croissant de la part de la communauté des investisseurs.

Différentes approches ESG coexistent, certaines d'entre elles sont complémentaires. Chaque investisseur met en place sa stratégie en fonction de sa vision et de ses objectifs. Par conséquent, les méthodologies de notation diffèrent et les ratings ESG sont incomparables entre les différentes sociétés de gestion.

Enfin, selon la littérature il semble qu'il existe bien un lien entre performances ESG et performances financières.

## II. EXISTE-T-IL UN LIEN ENTRE PERFORMANCE ESG ET PERFORMANCE FINANCIERE ?

L'objet des études suivantes est de vérifier par quelques moyens que ce soit, si l'ESG peut avoir un impact sur la performance financière ex-post. Ainsi, nous avons retenu l'étude entre deux lots, d'une part la gestion active, et d'autre part la gestion passive.

### A. Étude de performances financières entre des OPC Responsables et leurs homologues traditionnels

Cette étude consiste à comparer les performances des fonds labellisés sur les trois dernières années à la performance de la catégorie d'OPC choisie. Il s'agit de regarder au sein de la gestion active si les fonds ayant le label ISR surperforment leur catégorie.

#### 1. Définition de l'échantillon des OPC Responsables et de leurs homologues traditionnels

##### *c) Les OPC Responsables*

Les OPC Responsables sont considérés comme les fonds ayant obtenu le Label ISR délivré par les pouvoirs publics. La catégorie retenue concerne les fonds actions Europe et actions de l'Union Européenne (catégorisés par le Label ISR) hors ETF. Enfin les fonds analysés sont les fonds qui ont minimum trois ans de track record.

La liste des fonds ayant le Label ISR est disponible sur le site du label. Au 7 juin 2021, 690 fonds de 133 sociétés de gestion ont obtenu le label ISR. Parmi ces fonds, 123 d'entre eux sont des fonds actions Europe ou des fonds actions de l'Union Européenne. Enfin, il reste 74 fonds sur les 123 gérés par 36 sociétés de gestion qui sont suivis par Quantalys dont la performance annualisée sur les trois dernières années et le ratio de Sharpe sont disponibles.

##### *d) Les OPC traditionnels*

Les OPC traditionnels sont tous les OPC de la catégorie actions Europe référencés sur Quantalys et ayant plus de 3 ans de track record. La catégorie Europe englobe tous les fonds des pays européens, les fonds actions Europe et des fonds actions zone euro, à l'exclusion des ETF. Cette liste comporte 4.370 fonds domiciliés dans 320 sociétés de gestion.

## 2. Étude des performances des deux types de stratégie

Les performances des 74 fonds labellisés et la performance de la catégorie actions Europe sont issues de Quantalys au 31 mai 2021. Sur les trois dernières années à compter de cette date, les 74 fonds ISR ont surperformé de 191 points de base sur les trois dernières années, soit une surperformance annualisée de 63 point de base par rapport à la catégorie actions Europe.

Tableau 1 : Performances des fonds ISR vs catégorie Quantalys Actions Europe

| Données depuis le 31/05/2021              |                                |
|-------------------------------------------|--------------------------------|
| Catégorie                                 | Performances cumulées<br>3 ans |
| <b>OPC Actions ISR</b>                    | 22,23%                         |
| <b>Catégorie Quantalys actions Europe</b> | 20,32%                         |
| <b>Alpha</b>                              | 1,91%                          |

## 3. Étude du couple rendement/risque des deux types de stratégies

Le ratio de Sharpe mesure la rentabilité d'un portefeuille par rapport aux risques engagés. Les deux ratios de Sharpe sont à peu de choses près les mêmes, ils sont tous les deux inférieurs à 0,40. Le résultat compris entre 0 et 1 nous permet d'interpréter que la rentabilité espérée est supérieure à un actif sans risque. Toutefois l'excédent de rendement reste inférieur au risque pris.

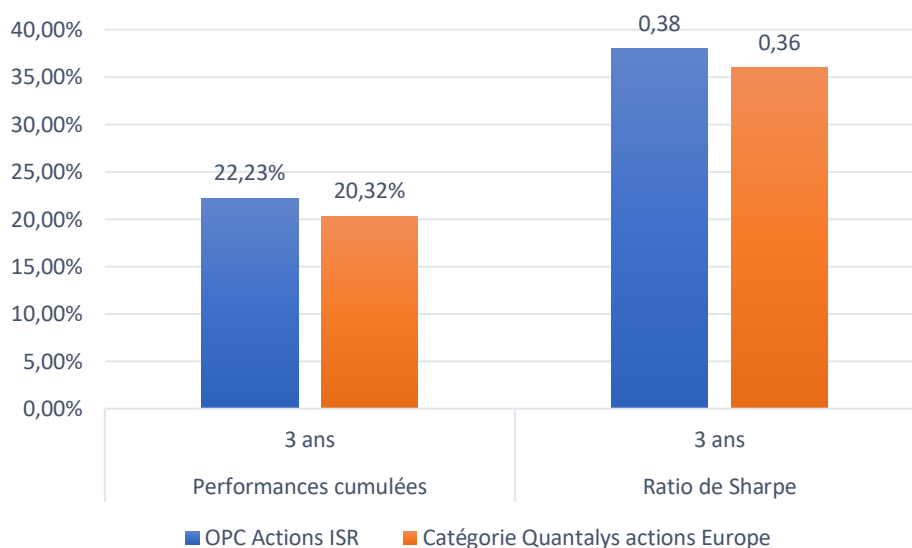
Tableau 2 : Ratio de Sharpe des fonds ISR vs catégorie Quantalys Actions Europe

| Données depuis le 31/05/2021              |                          |
|-------------------------------------------|--------------------------|
| Catégorie                                 | Ratio de Sharpe<br>3 ans |
| <b>OPC Actions ISR</b>                    | 0,38                     |
| <b>Catégorie Quantalys actions Europe</b> | 0,36                     |

#### 4. Les résultats

La comparaison des performances ex-post des fonds labellisés et de la catégorie actions Europe montre une surperformance du côté des 74 fonds ISR. Cette surperformance annualisée s'élève tout de même à 63 point de base, ce qui n'est pas négligeable. Les couples rendement/risque sont tous les deux les mêmes à 0,02 près. Aux alentours de 0,40 on peut constater que les fonds ISR ont légèrement mieux rémunéré la performance face au risque pris. Il semblerait que la conjoncture des marchés, entre autres les tensions sino-américaines de 2018 et la crise sanitaire ont eu des effets négatifs sur le ratio de Sharpe, notamment sur la performance financière.

Figure 12 : Performances cumulées et ratio de Sharpe sur les trois dernières années



Source : Quantalys, données au 31/05/2021

#### 5. Les recommandations

Bien que les performances ajustées au niveau du risque pourraient être supérieures, les fonds ISR ont surperformé leur catégorie de référence. On peut donc recommander les produits de gestion active « responsable » au détriment des OPC traditionnels. Ils ont comme avantage de concilier performances financières et durabilité.

#### B. Étude de performance financière entre des indices Responsables et leurs homologues traditionnels

Dans cette étude, l'objectif est de comparer des indices ESG actions avec les indices traditionnels comme le CAC 40, l'EURO STOXX 50 ou le MSCI Europe.

### 1. Définition de l'échantillon des indices Responsables et de leurs homologues traditionnels

MSCI Inc. est une société financière américaine qui est un fournisseur mondial d'indices boursiers d'actions, de titres à revenu fixe et de fonds spéculatifs, d'outils d'analyse de portefeuille multi-actifs et de produits ESG en tant qu'agence de notation extra-financière. Entre 2006 et 2010, le fournisseur d'indice a créé neuf indices ESG en reprenant des indices actions déjà existants. Les indices en question sont les suivants :

- MSCI China ESG Leaders 10-40 Index
- MSCI ACWI ESG Leaders Index
- MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index
- MSCI World ESG Leaders Index
- MSCI EAFE ESG Leaders Index
- MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index
- MSCI Europe ESG Leaders Index
- MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index
- MSCI USA ESG Leaders Index

Nous ne nous pencherons pas sur d'autres indices comme Euronext CAC 40 ESG qui a été créé le 19 mars 2021. En effet, nous n'avons pas assez de recul pour comparer de manière objective les performances associées au risque face au CAC 40.

Au sein des neuf indices ESG de MSCI, nous garderons six indices suivants afin de comprendre si la géographie, le niveau de développement des certains pays ou si la taille des capitalisations peuvent avoir une influence sur la performance financière.

- MSCI ACWI ESG Leaders Index
- MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index
- MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index
- MSCI Europe ESG Leaders Index

- MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index
- MSCI USA ESG Leaders Index

Ces indices MSCI ESG sont construits selon une méthodologie similaire. L'univers de sélection des indices MSCI ESG Leaders est défini par les composants des indices MSCI Global Investable Market Indexes ("GIMI"). Ces indices MSCI ESG Leaders utilisent les notations des sociétés et les recherches fournies par MSCI ESG Research pour déterminer l'éligibilité à l'inclusion dans l'indice. Ils sont construits sur la base des notations ESG de MSCI pour identifier les sociétés qui ont démontré leur capacité à gérer leurs risques et opportunités ESG. Les sociétés doivent avoir une note MSCI ESG supérieure ou égale à BB pour être admissibles à l'inclusion dans les indices MSCI ESG Leaders.

Les indices MSCI ESG Leaders utilisent les scores de controverses MSCI ESG pour identifier les sociétés qui sont impliquées dans des controverses très sévères concernant l'impact environnemental, social ou de gouvernance de leurs opérations et/ou produits et services. Les sociétés doivent avoir un score de controverses de 3/10 ou plus pour pouvoir être incluses dans ces indices.

Les indices MSCI ESG Leaders utilisent les indicateurs d'exclusion et les mesures du changement climatique MSCI pour identifier les sociétés qui sont impliquées dans les activités commerciales suivantes<sup>25</sup> :

- Armes controversées
- Armes nucléaires
- Armes à feu civiles
- Tabac
- Alcool
- Armes conventionnelles
- Jeux d'argent
- Énergie nucléaire

---

<sup>25</sup> MSCI. (2021). *MSCI ESG Leaders Indexes Methodology*

- Extraction de combustibles fossiles
- Énergie thermique au charbon

L'indice MSCI ACWI ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs homologues du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI ACWI ESG Leaders est composé de sociétés de grandes et moyennes capitalisations réparties dans 23 pays développés et 27 pays émergents. Cet indice ESG comporte 1.220 constituants contre 2.986 pour le MSCI ACWI.

L'indice MSCI ACWI ex USA ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs pairs du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI ACWI ex USA ESG Leaders est composé de sociétés de grandes et moyennes capitalisations réparties dans 22 pays développés et 27 pays émergents, en excluant toute capitalisation américaine. Cet indice ESG comporte 944 constituants contre 2.359 pour le MSCI ACWI ex USA.

L'indice MSCI Emerging Markets (EM) ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs homologues du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI EM ESG Leaders est composé de sociétés à grande et moyenne capitalisations réparties dans 27 pays des marchés émergents et aucun pays développé. Cet indice ESG comporte 494 constituants contre 1.424 pour le MSCI Emerging Markets.

L'indice MSCI Europe ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs pairs du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI Europe ESG Leaders est composé de sociétés à grande et moyenne capitalisations réparties dans 15 pays développés et aucun pays émergent. Cet indice ESG comporte 203 constituants contre 434 pour le MSCI Europe.

L'indice MSCI USA Small Cap ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs pairs du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI USA Small Cap ESG Leaders est composé de sociétés de petites capitalisations sur le marché américain. Cet indice ESG comporte 746 constituants contre 1.879 pour le MSCI USA Small Cap.



L'indice MSCI USA ESG Leaders est un indice pondéré en fonction des capitalisations qui présentent une exposition ESG élevée par rapport à leurs pairs du secteur concerné, tout en procurant un rendement intéressant. L'indice MSCI USA ESG Leaders est composé de sociétés de grandes et moyennes capitalisations du marché américain. Cet indice ESG comporte 276 constituants contre 627 pour le MSCI USA.

Les performances et les ratios de Sharpe de ces indices vont être étudiées sous l'angle des performances annualisées depuis 3 ans et 5 ans par rapport au 31 mai 2021. Ces données sont issues des reportings MSCI. Il s'agit dans ces indices des rendements bruts et le calcul du ratio de Sharpe est réalisé avec le ICE LIBOR 1M comme référence pour le taux sans risque. Ces périodes de 3 et 5 ans sont intéressantes, d'une part car elles sont disponibles sur les performances ainsi que sur un indicateur de rendement/risque, et d'autre part car la réglementation s'est considérablement renforcée en 2015-2016, puis il a fallu laisser un laps de temps pour ces mesures aient des effets sur les marchés financiers.

## 2. Étude des performances des indices MSCI ESG et de leurs homologues traditionnels

### a) MSCI ACWI ESG Leaders Index

Figure 13 : Performances annualisées du MSCI ACWI ESG Leaders Index et du MSCI ACWI

| Données depuis le 31/05/2021       | Performances annualisées |        |
|------------------------------------|--------------------------|--------|
|                                    | 3 ans                    | 5 ans  |
| <b>MSCI ACWI ESG Leaders Index</b> | 15,36%                   | 14,81% |
| <b>MSCI ACWI</b>                   | 14,43%                   | 14,77% |
| <b>Alpha</b>                       | 0,93%                    | 0,04%  |

### b) MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index

Figure 14: Performances annualisées du MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index et du MSCI ACWI ex USA

| Données depuis le 31/05/2021 | Performances annualisées |
|------------------------------|--------------------------|
|------------------------------|--------------------------|

| Indices                                   | 3 ans  | 5 ans  |
|-------------------------------------------|--------|--------|
| <b>MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index</b> | 10,38% | 11,20% |
| <b>MSCI ACWI ex USA</b>                   | 8,93%  | 10,88% |
| <b>Alpha</b>                              | 1,45%  | 0,32%  |

*c) MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index*

Figure 15: Performances annualisées du MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index et du MSCI Emerging Markets

Données depuis le 31/05/2021

Performances annualisées

| Indices                                        | 3 ans  | 5 ans  |
|------------------------------------------------|--------|--------|
| <b>MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index</b> | 11,61% | 15,18% |
| <b>MSCI Emerging Markets</b>                   | 9,65%  | 13,88% |
| <b>Alpha</b>                                   | 1,96%  | 1,30%  |

*d) MSCI Europe ESG Leaders Index*

Figure 16: Performances annualisées du MSCI Europe ESG Leaders Index et du MSCI Europe

Données depuis le 31/05/2021

Performances annualisées

| Indices                              | 3 ans  | 5 ans  |
|--------------------------------------|--------|--------|
| <b>MSCI Europe ESG Leaders Index</b> | 11,57% | 10,43% |
| <b>MSCI Europe</b>                   | 9,53%  | 10,28% |
| <b>Alpha</b>                         | 2,04%  | 0,15%  |

*e) MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index*

Figure 17: Performances annualisées du MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index et du MSCI USA Small Cap

Données depuis le 31/05/2021

Performances annualisées

| Indices                                     | 3 ans  | 5 ans  |
|---------------------------------------------|--------|--------|
| <b>MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index</b> | 12,05% | 14,09% |

|                           |        |        |
|---------------------------|--------|--------|
| <b>MSCI USA Small Cap</b> | 13,03% | 14,65% |
| <b>Alpha</b>              | -0,98% | -0,56% |

*f) MSCI USA ESG Leaders Index*

Figure 18: Performances annualisées du MSCI USA ESG Leaders Index et du MSCI USA

| <i>Données depuis le 31/05/2021</i> |  | <i>Performances annualisées</i> |        |
|-------------------------------------|--|---------------------------------|--------|
| Indices                             |  | 3 ans                           | 5 ans  |
| <b>MSCI USA ESG Leaders Index</b>   |  | 19,14%                          | 17,39% |
| <b>MSCI USA</b>                     |  | 18,61%                          | 17,56% |
| <b>Alpha</b>                        |  | 0,53%                           | -0,17% |

- a) Étude du couple rendement/risque des indices MSCI ESG et de leurs homologues traditionnels

*a) MSCI ACWI ESG Leaders Index*

Figure 19 : Ratio de Sharpe du MSCI ACWI ESG Leaders Index et du MSCI ACWI

| <i>Données depuis le 31/05/2021</i> |  | <i>Ratio de Sharpe</i> |       |
|-------------------------------------|--|------------------------|-------|
| Indices                             |  | 3 ans                  | 5 ans |
| <b>MSCI ACWI ESG Leaders Index</b>  |  | 0,84                   | 0,97  |
| <b>MSCI ACWI</b>                    |  | 0,76                   | 0,93  |

*b) MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index*

Figure 20 : Ratio de Sharpe du MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index et du MSCI ACWI ex USA

| <i>Données depuis le 31/05/2021</i>       |  | <i>Ratio de Sharpe</i> |       |
|-------------------------------------------|--|------------------------|-------|
| Indices                                   |  | 3 ans                  | 5 ans |
| <b>MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index</b> |  | 0,58                   | 0,73  |

|                         |      |      |
|-------------------------|------|------|
| <b>MSCI ACWI ex USA</b> | 0,49 | 0,69 |
|-------------------------|------|------|

*c) MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index*

Figure 21 : Ratio de Sharpe du MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index et du MSCI Emerging Markets

| Indices                                        | Ratio de Sharpe |       |
|------------------------------------------------|-----------------|-------|
|                                                | 3 ans           | 5 ans |
| <b>MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index</b> | 0,6             | 0,86  |
| <b>MSCI Emerging Markets</b>                   | 0,5             | 0,8   |

*d) MSCI Europe ESG Leaders Index*

Figure 22 : Ratio de Sharpe du MSCI Europe ESG Leaders Index et du MSCI Europe

| Indices                              | Ratio de Sharpe |       |
|--------------------------------------|-----------------|-------|
|                                      | 3 ans           | 5 ans |
| <b>MSCI Europe ESG Leaders Index</b> | 0,61            | 0,62  |
| <b>MSCI Europe</b>                   | 0,49            | 0,6   |

*e) MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index*

Figure 23 : ratio de Sharpe du MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index et du MSCI USA Small Cap

| Indices                                     | Ratio de Sharpe |       |
|---------------------------------------------|-----------------|-------|
|                                             | 3 ans           | 5 ans |
| <b>MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index</b> | 0,55            | 0,7   |
| <b>MSCI USA Small Cap</b>                   | 0,56            | 0,71  |

f) MSCI USA ESG Leaders Index

Figure 24 : Ratio de Sharpe du MSCI USA ESG Leaders Index et du MSCI USA

| Indices                           | Ratio de Sharpe |       |
|-----------------------------------|-----------------|-------|
|                                   | 3 ans           | 5 ans |
| <b>MSCI USA ESG Leaders Index</b> | 0,99            | 1,09  |
| <b>MSCI USA</b>                   | 0,93            | 1,06  |

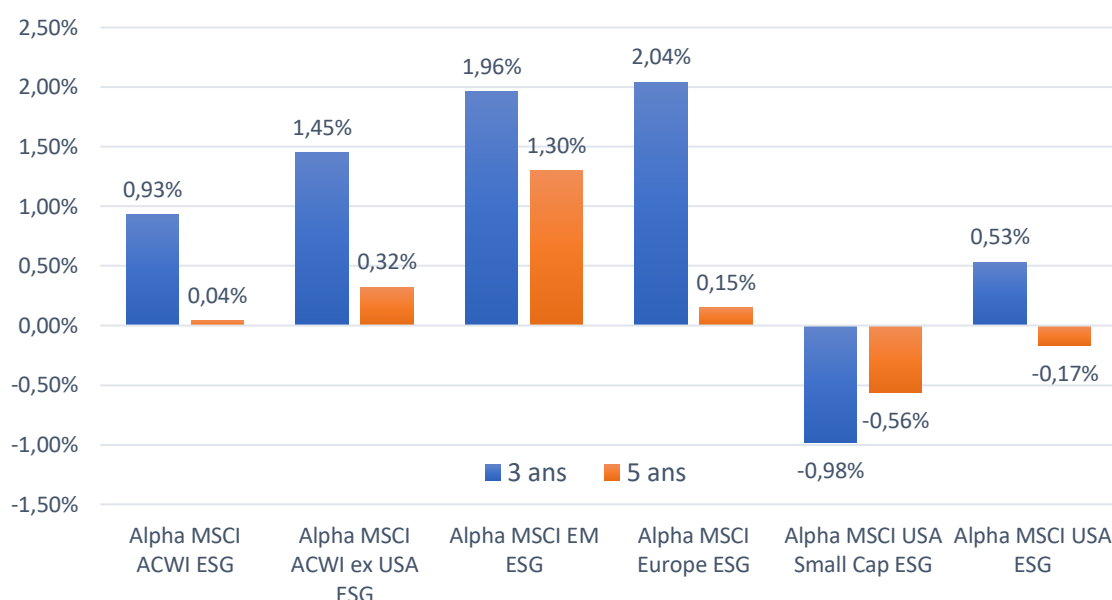
A) Les résultats

Les résultats de la comparaison d'indices MSCI ESG avec leurs homologues traditionnels sont plutôt satisfaisants.

Figure 25 : Alpha des indices MSCI ESG face à leur homologue traditionnel

|                                     | 3 ans  | 5 ans  |
|-------------------------------------|--------|--------|
| <b>Alpha MSCI ACWI ESG</b>          | 0,93%  | 0,04%  |
| <b>Alpha MSCI ACWI ex USA ESG</b>   | 1,45%  | 0,32%  |
| <b>Alpha MSCI EM ESG</b>            | 1,96%  | 1,30%  |
| <b>Alpha MSCI Europe ESG</b>        | 2,04%  | 0,15%  |
| <b>Alpha MSCI USA Small Cap ESG</b> | -0,98% | -0,56% |
| <b>Alpha MSCI USA ESG</b>           | 0,53%  | -0,17% |

Figure 26 : Alpha des indices MSCI ESG sur 3 ans et 5 ans



Le MSCI ACWI ESG Leaders a quasiment la même performance que le MSCI ACWI sur 5 ans, cependant on constate que sur trois ans il gagne près de 1 point de surperformance annualisée. Ces propos sont amplifiés pour le MSCI ACWI ex USA ESG, avec une surperformance annualisée de 0,32 point sur 5 ans, et de 1,45 point sur 3 ans. Il semblerait que l'indice monde MSCI ACWI ESG ait une meilleure performance lorsqu'un pays développé – les États-Unis – sont exclus de l'univers d'investissement. En regardant de près la surperformance de l'indice MSCI EM ESG, nous sommes en mesure de confirmer ce propos. En effet, l'indice ESG des pays émergents surperforme nettement son homologue sur 5 ans ainsi que sur 3 ans. La surperformance annualisée est plus importante sur les trois dernières années que sur les cinq dernières. Le MSCI Europe ESG quant à lui ; surperforme le MSCI Europe de manière encore plus marquée à la fois sur 3 ans et sur 5 ans. Néanmoins, il semble que cette surperformance ne soit pas autant au rendez-vous sur le continent américain. L'indice MSCI USA ESG sous-performe de peu l'indice MSCI USA sur 5 ans mais ce n'est pas le cas sur les trois dernières années. Celui-ci présente une surperformance annualisée de plus de 0.5 point sur 3 ans. Enfin, au sein des petites capitalisations américaines, l'indice MSCI USA Small Cap ESG sous-performe à la fois sur 5 ans et sur 3 ans.

Sur chaque indice ESG, le ratio de Sharpe – qui représente la performance obtenue face au risque encouru – a été bien mieux rémunéré, sauf pour l'indice MSCI USA Small Cap dont le couple rendement/risque a été tout autant rémunérateur.

## B) Les recommandations

Les conclusions de l'intégration ESG dans la gestion passive sont intéressantes. En premier lieu, l'ESG tire sa surperformance sur le continent européen sur les grandes et moyennes capitalisations. Néanmoins, ces considérations ne sont pas valables sur le continent américain, et encore moins sur les petites capitalisations américaines. L'intégration ESG a beaucoup de sens dans les pays-émergents sur les grandes et moyennes capitalisations. Apparemment, les entreprises des pays en développement les plus vertueuses surperforment leurs pairs. Enfin, la surperformance des indices ESG a été bien plus importante sur les trois dernières années que sur les cinq ans. Il semble que les mesures mises en place et le renforcement de la réglementation a eu des effets positifs sur les trois années passées. L'allocation des actifs vers les fonds ISR a bénéficié aux entreprises les plus vertueuses de leur secteur d'appartenance. Ainsi, on peut estimer que la surperformance de l'ESG dépend des quatre facteurs suivants :

- La zone géographique
- Le niveau de développement des pays
- La taille des capitalisations
- La période étudiée

Il est notable que la gestion du risque face aux performances obtenue a été bien mieux rémunérée, à la fois sur 3 et 5 ans.

Nous pouvons émettre l'hypothèse suivante :

Le continent européen a pris le leadership sur la finance responsable. Le renforcement des mesures et de la réglementation depuis cinq ans semblent avoir profité des effets positifs sur les actifs financiers européens qui intègrent des considérations de développement durable. Le continent américain a pris un certain retard sur ces enjeux, néanmoins le virage est enclenché, Joe Biden met l'accent sur le plan d'investissement dans l'économie verte. Pour le moment, les actifs financiers ESG américains n'ont pas encore profité de prime de valorisation, il n'en

saurait tarder. Nous verrons très probablement dans les prochains mois, une réallocation du capital vers les entreprises les plus vertueuses. Le virage s'amorce doucement, l'accélération sera puissante.

### C. Étude de performances d'un indice action français : Le CAC 40

Nous allons regarder au sein de cette étude, s'il existe un lien entre performance extra-financière et performance financière au sein d'un indice français, le CAC 40. L'objectif est d'analyser sur cet indice les valeurs qui ont été les plus performantes d'un point de vue extra-financier et de les associer à leurs performances financières. Ainsi, nous verrons si oui ou non, les entreprises les plus vertueuses sont les plus performantes financièrement.

#### 1. Méthodologie de calcul des notations ESG et périmètre de l'indice

Nous analyserons la performance des valeurs du CAC 40 dividendes réinvestis, d'une part avec une méthodologie de notation Best-in-class, et d'autre part avec une méthodologie Best-in-universe.

Le CAC 40 a été choisi car c'est l'indice le plus « proxy » de tous les pays européens du fait de sa diversification sectorielle. Pour se faire, les constituants de l'indice ont été extrait d'un ETF grâce à Bloomberg, il s'agit ici du Lyxor CAC 40 UCITS. Les pondérations de chaque valeur ont été modifiées afin de constituer un indice équipondéré. La composition de l'indice a été récupérée le 16 mai 2021, cependant cette date n'a aucune influence sur les deux derniers mois étant donné que les pondérations ne sont pas prises en compte. D'une part, le CAC 40 est couvert à 100% sur les performances financières des trois dernières années, d'autre part il est également couvert à 100% sur l'analyse ESG. Les notations ESG sont les notations du début d'année 2021, elles correspondent donc aux données extra-financières publiées en 2020 faisant référence à l'exercice 2019. Les performances dividendes réinvestis des 40 sociétés de l'indice sont issues de Bloomberg.



*a. Méthodologie de prise en compte des controverses et de calcul des notations ESG Best-in-class et Best-in-universe à partir de deux fournisseurs de données : MSCI & CDP*

*1) Le Best-in-class*

Pour effectuer le calcul des notations Best-in-class, nous utilisons les notations de l'agence de notation MSCI ESG Research et les notations de CDP. Les notations des piliers social et de gouvernance sont issues de MSCI, et celles du pilier environnemental proviennent pour les 2/3 de MSCI et 1/3 de CDP. Après avoir recalculé la notation du pilier environnemental, la notation ESG absolue correspond aux notations des piliers E, S et G associées aux poids de chaque pilier selon la matrice de matérialité MSCI. Avec la base de données de CDP, seules les sociétés n'ayant pas répondu n'intègrent pas la notation de CDP. Les sociétés ayant refusé de répondre aux questionnaires de CDP ont un malus de 0,5 point sur la notation ESG MSCI. Pour les autres, nous intégrons le score CDP selon le modèle ci-dessous :

*Figure 27 : Méthodologie d'implémentation des notations CDP*

| Score CDP            | Score Environnemental |
|----------------------|-----------------------|
| A                    | 5/5                   |
| A-                   | 4,5/5                 |
| B                    | 4/5                   |
| B-                   | 3,5/5                 |
| C                    | 3/5                   |
| C-                   | 2,5/5                 |
| D                    | 2/5                   |
| D-                   | 1,5/5                 |
| N'a pas répondu      | -                     |
| A refusé de répondre | -0,5                  |

Ensuite, au sein des 24 secteurs de la classification GICS, nous classons chaque entreprise en fonction de son score ESG absolu. La moins vertueuse se voit attribuer la note de 0/10 et 10/10

pour la plus vertueuse. Chaque entreprise a une note relative en fonction de son classement au sein de son secteur d'appartenance.

Prenons un secteur quelconque pour illustrer. Nous avons 11 entreprises dans ce secteur. Entre 0/10 et 10/10, il y a 11 nombres entiers. Ainsi, l'écart de notation entre chaque société est de 1 ( $11/11=1$ ). La société la moins vertueuse a 0/10, le deuxième moins vertueux a 1/10... et ainsi de suite jusqu'à la société la plus vertueuse qui se voit attribuer un score de 10/10. Ainsi, la moyenne et la médiane se retrouvent toutes les deux à 5/10.

## 2) Le Best-in-universe

Les notations ESG Best-in-universe sont calculées sur le même principe que les notations Best-in-class comme expliqué ci-dessus, sans retraiter les notations au sein de leur secteur d'appartenance. Nous prenons les notations MSCI ESG puis les notations de CDP sur le pilier environnemental, auxquelles nous appliquons le poids de chaque pilier selon la matérialité MSCI. Ces notations finales sont les notations ESG absolues utilisées pour l'approche Best-in-universe.

## 3) Les controverses

Un cas de controverse est défini comme un cas ou une situation en cours dans laquelle les opérations et/ou les produits d'une entreprise ont un impact environnemental, social ou de gouvernance négatif. Les cas incluent les violations présumées par les entreprises des lois et réglementations, des normes internationales ainsi que le Pacte Mondial des Nations Unies auxquelles elles sont soumises.

### *b. Périmètre de l'indice*

L'indice CAC 40 est analysé sur les performances des trois dernières années, à compter du 31 mai 2021. Les performances dividendes réinvestis remontent donc jusqu'au 31 mai 2018. Le taux de couverture ESG est de 100% sur les 40 valeurs constituant l'indice. L'indice est divisé en quatre quartile, le premier quartile correspondant aux meilleures notations ESG (Q.1) et le dernier quartile rassemblant les 25% moins bons élèves (Q.4).

## 2. Résultats des rendements et des controverses par quartile ESG

*a. Les meilleures notations extra-financières de l'indice sont-elles les plus performantes ?*

Les performances des différents quartiles sont loin d'être les mêmes sur les trois dernières années.

Figure 28 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2018 au 31 mai 2019

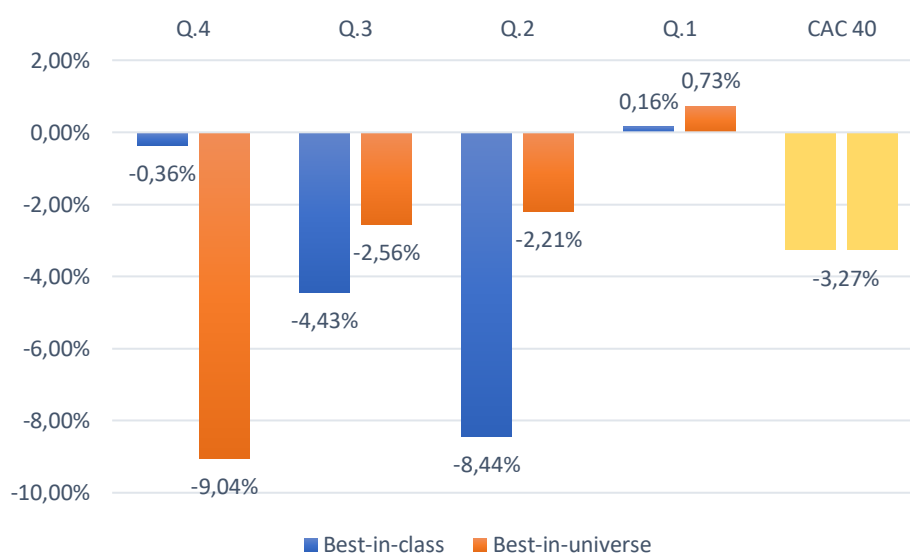


Figure 29 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2019 au 31 mai 2020

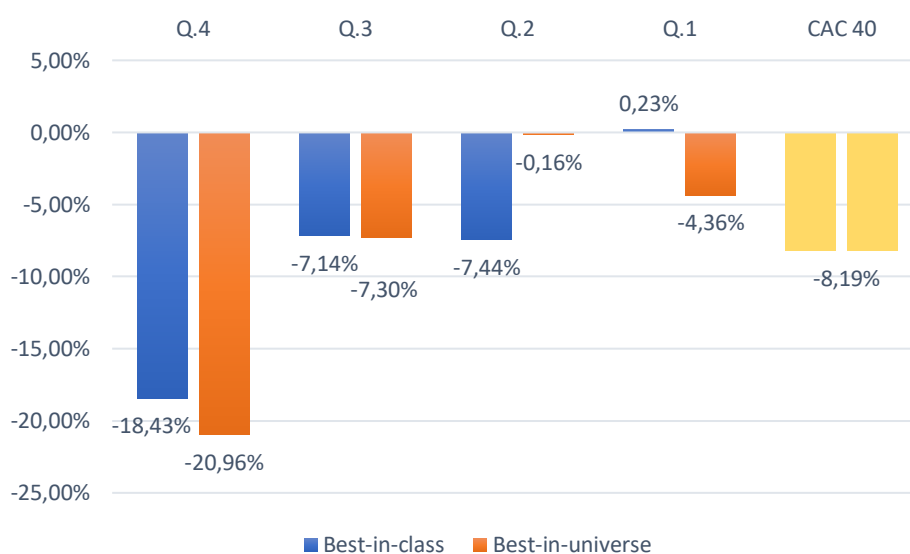
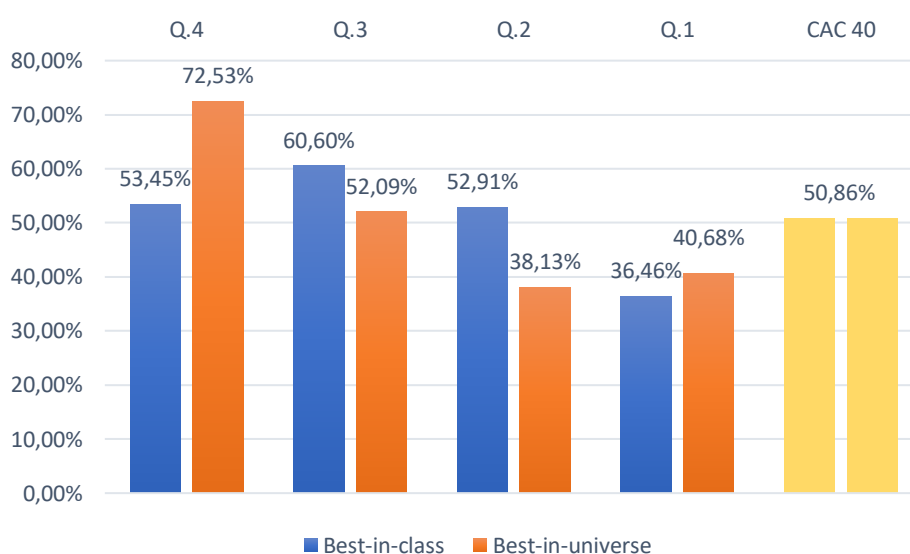
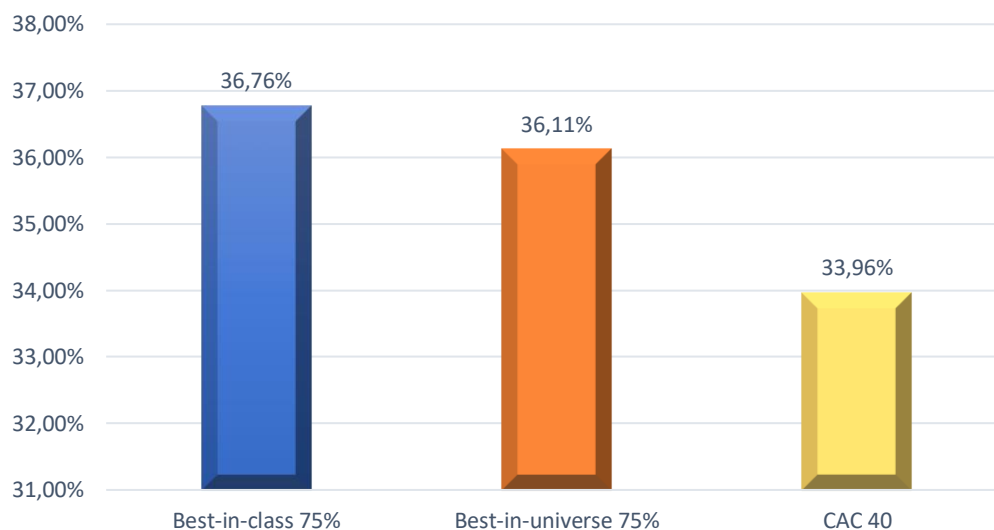


Figure 30 : Performance de chaque quartile ESG du 31 mai 2020 au 31 mai 2021



On constate que les 75% meilleures notations sur le Best-in-class et le Best-in-universe ont été plus résilientes dans les périodes de baisse, néanmoins elles ont moins rebondi dans la période de hausse.

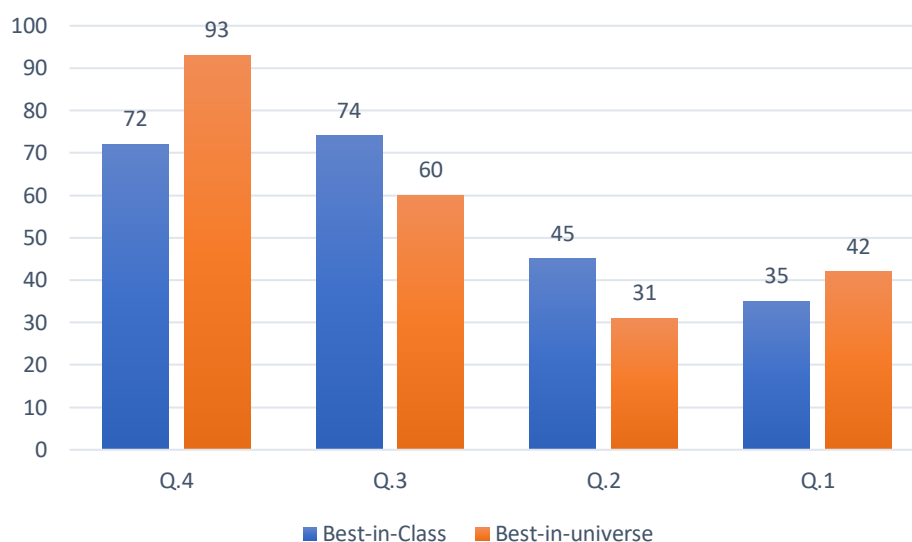
Figure 31 : Performance de l'indice CAC 40 avant et après exclusion des 25% moins bons élèves, du 31/05/2018 au 31/05/2021



On peut également noter qu'après exclusion des 25% moins bons élèves, le portefeuille Best-in-class et le portefeuille Best-in-universe ont surperformé le CAC 40. Cette surperformance s'élève pour l'approche Best-in-class à 280 points de base et à plus de 210 points de base pour le Best-in-universe sur les trois dernières années.

*b. Analyse de la fréquence de controverses par quartile ESG au sein du CAC 40*

Figure 32 : Nombre de controverses par quartile ESG avec l'approche Best-in-class



Les controverses – qui sont en partie la cause de la volatilité – sont deux fois plus nombreuses sur le dernier quartile ESG que sur le premier. Entre autres, les sociétés les plus vertueuses font face à moins de scandales et moins de mauvaises nouvelles que les moins vertueuses.

### 3. Recommandations

Bien que cette étude puisse être influencée par un biais sectoriel, par un biais géographique, par un biais de grandes capitalisations, ou encore un biais de concentration du fait de l'étude de 40 valeurs ; il semble être intéressant de mettre de côté les sociétés les moins vertueuses. En effet, les 25% moins bons élèves de l'indice ont tiré la performance globale de l'indice vers le bas. Par ailleurs, sans faire le calcul ce dernier quartile semble être plus volatil que les trois autres du fait de la baisse vertigineuse (-28% du 31/05/2018 au 31/05/2022) et du puissant rebond suite à la fin du COVID-19. Enfin, il présente deux fois plus de controverses que le quartile des entreprises les plus vertueuses de l'indice, ce qui contribue à l'importante volatilité.

### Conclusion

Globalement, nous pouvons constater que l'investissement responsable a été source de surperformance par le passé.

En effet, au sein de la gestion active les fonds labellisés ISR ont surperformé leur classe d'actifs. Les 200 points de base de surperformance sur 3 ans ne sont pas négligeables pour l'investisseur par rapport au risque encouru, la performance ajustée au risque étant similaire à la classe d'actif de référence.

La gestion passive a globalement surperformé et d'autant plus sur les trois dernières années que sur les cinq dernières. L'indice MSCI ESG des pays émergents a bien plus surperformé que les autres. La catégorie small caps américaine est la seule ayant sous-performée. Il serait néanmoins osé de conclure que la sélection ESG dans les small caps est destructrice de valeur. Différents paramètres influencent l'alpha de performance dans la gestion passive ; il s'agit de la période étudiée, de la zone géographique, de la taille des capitalisations et le niveau de développement du ou des pays.

Au sein d'un indice particulier – le CAC 40 – on constate que les 25% moins bons élèves ESG ont tiré vers le bas la performance financière de l'indice. Par ailleurs, ces 25% semblent être plus volatils que les autres valeurs de l'indice.

## CONCLUSION GENERALE

L'investissement responsable s'est considérablement développé ces dernières années. La ratification des Accords de Paris en 2015 signe désormais un grand virage dans la gestion d'actifs. Les pays s'engagent et se fixent des objectifs révisés tous les cinq ans. Les régulateurs et groupes de travail s'attèlent à formaliser un cadre concret pour aider les investisseurs à cerner les enjeux ESG. Le nombre de signataires des Principes pour l'Investissement Responsable a doublé en cinq ans. Ce nouveau paradigme devient incontournable dans la gestion d'actifs.

Outre l'effet positif sur l'ensemble des parties prenantes, l'investissement responsable ne détruit pas de valeur, bien au contraire. On s'aperçoit que l'ESG surperforme aussi bien dans la gestion active que dans la gestion passive. Cependant, différents facteurs comme la zone géographique, le niveau de développement du ou des pays, la taille des capitalisations et la période étudiée sont susceptibles d'influencer cette surperformance. On constate que sur les Small cap américaines, l'ESG a sous-performé néanmoins c'est bien le seul segment. L'ESG a nettement surperformé dans les marchés émergents, et également en Europe, légèrement moins aux États-Unis où l'on risque de voir soudainement un rattrapage des valeurs vertueuses.

Il viendra un jour toutes les entreprises auront mis l'accent sur les enjeux de durabilité. A ce jour, les groupes de travail aujourd'hui présents seront parvenus à leurs objectifs, mais que parviendra-t-il de l'investissement responsable ? Si les entreprises sont toutes devenues responsables dans leurs pratiques, regarderons-nous toujours ces enjeux ? Nous pouvons penser que d'autres sujets seront au rendez-vous, comme les risques physiques ou les risques climatiques liés à la montée des eaux par exemple.

Compte tenu de l'état d'avancement de l'investissement responsable, nous pouvons constater qu'il reste encore du travail afin de formaliser un cadre commun, à la fois sur le reporting du côté des entreprises, et aussi du côté de l'investissement pour les sociétés de gestion. Il semblerait judicieux d'allouer le capital vers cette thématique tant que celle-ci n'a pas absorbé tout le potentiel de l'ESG. Les espérances de gains sont encore élevées.



## ANNEXES

Figure 33 : Croissance des signataires des PRI depuis la création

| Year | Propriétaire d'actifs<br>AUM (US \$ trillion) | Nombre de Propriétaires d'actifs | Actifs sous gestion (US \$ trillion) | Nombre de signataires | Growth rates             |                |                                          |                        |
|------|-----------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-----------------------|--------------------------|----------------|------------------------------------------|------------------------|
|      |                                               |                                  |                                      |                       | AO AUM (\$ US trillion)_ | Number of AOs_ | Assets under management (US\$ trillion)_ | Number of Signatories_ |
| 2006 | 2,0                                           | 32                               | 6,5                                  | 63                    |                          |                |                                          |                        |
| 2007 | 3,2                                           | 77                               | 10                                   | 185                   | 60%                      | 141%           | 54%                                      | 194%                   |
| 2008 | 4,2                                           | 135                              | 13                                   | 361                   | 31%                      | 75%            | 30%                                      | 95%                    |
| 2009 | 3,6                                           | 172                              | 18                                   | 523                   | -14%                     | 27%            | 38%                                      | 45%                    |
| 2010 | 4,8                                           | 203                              | 21                                   | 734                   | 33%                      | 18%            | 17%                                      | 40%                    |
| 2011 | 5,5                                           | 229                              | 24                                   | 890                   | 15%                      | 13%            | 14%                                      | 21%                    |
| 2012 | 7,6                                           | 251                              | 32                                   | 1050                  | 38%                      | 10%            | 33%                                      | 18%                    |
| 2013 | 10,5                                          | 268                              | 34                                   | 1186                  | 38%                      | 7%             | 6%                                       | 13%                    |
| 2014 | 11,2                                          | 270                              | 45                                   | 1251                  | 7%                       | 1%             | 32%                                      | 5%                     |
| 2015 | 13,2                                          | 288                              | 59                                   | 1384                  | 18%                      | 7%             | 31%                                      | 11%                    |
| 2016 | 13,9                                          | 307                              | 62                                   | 1501                  | 5%                       | 7%             | 5%                                       | 8%                     |
| 2017 | 16,3                                          | 346                              | 68,4                                 | 1714                  | 17%                      | 13%            | 10%                                      | 14%                    |
| 2018 | 19,1                                          | 373                              | 81,7                                 | 1951                  | 17%                      | 8%             | 19%                                      | 14%                    |
| 2019 | 20,1                                          | 432                              | 86,3                                 | 2372                  | 5%                       | 16%            | 6%                                       | 22%                    |
| 2020 | 23,5                                          | 521                              | 103,4                                | 3038                  | 17%                      | 21%            | 20%                                      | 28%                    |

Source : PRI

Le total des actifs sous gestion (AUM) comprend les AUM déclarés et les AUM des nouveaux signataires fournis dans la feuille d'inscription qui ont signé avant la fin du mois de mars 2021.

Les AUM totaux depuis 2015 excluent le double comptage résultant du fait que les filiales des signataires des PRI font également rapport, et les actifs externes gérés par les signataires des PRI. Les AUM des années précédentes comprennent un certain élément de double comptage.

Les AUM des propriétaires d'actifs (AO) pour 2014-2020 sont basés sur les informations déclarées (et incluent les doubles comptes). Les actifs sous gestion des propriétaires d'actifs

pour 2007-2013 sont des estimations calculées à partir des données d'actifs sous gestion des AO de 2014, des taux de croissance pour 2007-2013 du rapport de l'OCDE sur le marché des pensions de 2015, et des dates de signature des signataires des PRI.

Figure 34 : Performances de la catégorie Actions Europe du 31 mai 2018 au 31 mai 2021

Analyse, sélection des éléments affichés et légendes du **31/05/2018** au **31/05/2021**

| De date à date |                                                   | Glissante    | Calendaire     | Caractéristiques | Personnalisé |                                                                                       |
|----------------|---------------------------------------------------|--------------|----------------|------------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| Général        |                                                   | Risque       |                | Ratios           | Asymétrie    |                                                                                       |
| T              | Nom                                               | Perf cumulée | Perf annualis. | Volatilité       | Sharpe       | Ratio Info                                                                            |
| 1              | C <input checked="" type="checkbox"/> Act. Europe | 20,32 %      | 6,35 %         | 18,69 %          | 0,36         | -  |

Figure 35 : Ratio de Sharpe de la catégorie Actions Europe du 31 mai 2018 au 31 mai 2021

Analyse, sélection des éléments affichés et légendes du **31/05/2018** au **31/05/2021**

| De date à date |                                                   | Glissante    | Calendaire     | Caractéristiques | Personnalisé |            |
|----------------|---------------------------------------------------|--------------|----------------|------------------|--------------|------------|
| Général        |                                                   | Risque       | Ratios         |                  | Asymétrie    |            |
| T              | Nom                                               | Perf cumulée | Perf annualis. | Volatilité       | Sharpe       | Ratio Info |
| 1              | C <input checked="" type="checkbox"/> Act. Europe | 20,32 %      | 6,35 %         | 18,69 %          | 0,36         | -          |

Figure 36 : Fonds actions Europe ayant le Label ISR et performances associées depuis trois ans à compter du 31/05/2021

|    | SOCIÉTÉ DE GESTION                      | FONDS                                            | CLASSE D'ACTIFS | FOCUS GÉO        | ISIN         | Perf annualisée 3 ans fin de mois | Sharpe 3 ans fin de mois | Perf 3 ans depuis le 31/05/2021 |
|----|-----------------------------------------|--------------------------------------------------|-----------------|------------------|--------------|-----------------------------------|--------------------------|---------------------------------|
| 1  | AMUNDI ASSET MANAGEMENT                 | AMUNDI ACTIONS EUROPE ISR                        | Actions         | Europe           | FR0010807859 | 0,0575                            | 0,3103                   | 0,18260886                      |
| 2  | AMUNDI ASSET MANAGEMENT                 | LCL ACTIONS DÉVELOPPEMENT DURABLE                | Actions         | Europe           | FR0000989006 | 0,09                              | 0,4727                   | 0,295029                        |
| 3  | APICIL ASSET MANAGEMENT                 | ROCHE BRUNE EUROPE ACTIONS                       | Actions         | Europe           | FR0010237503 | -0,0073                           | -0,0151                  | -0,0217405                      |
| 4  | AVIVA INVESTORS FRANCE                  | AVIVA SMALL & MID CAPS EURO ISR                  | Actions         | Europe           | FR0010821462 | 0,0572                            | 0,2722                   | 0,18160267                      |
| 5  | AVIVA INVESTORS FRANCE                  | AVIVA ACTIONS EUROPE ISR                         | Actions         | Europe           | FR0007473798 | 0,0488                            | 0,2411                   | 0,15366053                      |
| 6  | BANQUE DE LUXEMBOURG INVESTMENTS        | BL-EQUITIES EUROPE                               | Actions         | Europe           | LU0093570330 | 0,0809                            | 0,5146                   | 0,26286391                      |
| 7  | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | BNP PARIBAS ACTIONS EUROPE RESPONSABLE           | Actions         | Europe           | FR0010302398 | 0,0847                            | 0,4146                   | 0,27622992                      |
| 8  | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | MAIF INVESTISSEMENT RESPONSABLE EUROPE           | Actions         | Europe           | FR0010696815 | 0,0775                            | 0,4045                   | 0,25098423                      |
| 9  | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | BNP PARIBAS EASY LOW CARBON 100 EUROPE           | Actions         | Europe           | LU1377382368 | 0,0881                            | 0,4788                   | 0,28826863                      |
| 10 | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | BNP PARIBAS ACTIONS PME ETI                      | Actions         | Europe           | FR0013254380 | 0,0445                            | 0,2258                   | 0,13952887                      |
| 11 | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | BNP PARIBAS ACTIONS PATRIMOINE RESPONSABLE       | Actions         | Europe           | FR0010028910 | 0,0685                            | 0,3828                   | 0,21989817                      |
| 12 | BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT            | BNP PARIBAS DÉVELOPPEMENT HUMAIN                 | Actions         | Europe           | FR0010077412 | 0,0747                            | 0,4628                   | 0,2412571                       |
| 13 | CANDRIAM                                | CANDRIAM SRI EQUITY EUROPE                       | Actions         | Europe           | LU1313772078 | 0,1077                            | 0,5786                   | 0,35914711                      |
| 14 | CANDRIAM                                | CANDRIAM EQUITIES L EUROPE INNOVATION            | Actions         | Europe           | LU0344046668 | 0,1341                            | 0,7986                   | 0,45865992                      |
| 15 | CANDRIAM                                | CANDRIAM EQUITIES L OPTIMUM QUALITY              | Actions         | Europe           | LU0304860645 | 0,0743                            | 0,489                    | 0,23987164                      |
| 16 | CARMIGNAC GESTION                       | CARMIGNAC PORTFOLIO GRANDE EUROPE                | Actions         | Union Européenne | LU0099161993 | 0,1346                            | 0,7299                   | 0,46059005                      |
| 17 | CRÉDIT MUTUEL ASSET MANAGEMENT          | CM-CIC OBJECTIF ENVIRONNEMENT                    | Actions         | Europe           | FR0000444366 | 0,1003                            | 0,541                    | 0,3320893                       |
| 18 | DNCA FINANCE                            | DNCA INVEST - BEYOND INFRASTRUCTURE & TRANSITION | Actions         | Europe           | LU0309082369 | 0,0443                            | 0,2489                   | 0,13887441                      |
| 19 | DNCA FINANCE                            | DNCA EURO SMART CITIES                           | Actions         | Europe           | FR0010573782 | 0,0702                            | 0,3937                   | 0,22573007                      |
| 20 | DORVAL ASSET MANAGEMENT                 | DORVAL MANAGEURS EUROPE                          | Actions         | Europe           | FR0013300225 | -0,0665                           | -0,2294                  | -0,1865273                      |
| 21 | EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT   | EDR SICAV TRICOLOR RENDEMENT                     | Actions         | Europe           | FR0010588343 | -0,0041                           | 0,0009                   | -0,0122496                      |
| 22 | EFFEL INVESTMENT GROUP                  | NOVA EUROPE                                      | Actions         | Europe           | FR0011585520 | 0,0974                            | 0,5871                   | 0,32158429                      |
| 23 | IM GLOBAL PARTNER ASSET MANAGEMENT      | OYSTER SUSTAINABLE EUROPE                        | Actions         | Europe           | LU0933606302 | 0,0703                            | 0,3931                   | 0,2260737                       |
| 24 | JP MORGAN ASSET MANAGEMENT              | EUROPE SUSTAINABLE EQUITY FUND                   | Actions         | Europe           | LU1529808336 | 0,0909                            | 0,4977                   | 0,29823952                      |
| 25 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | FÉDÉRIS ISR EURO                                 | Actions         | Europe           | FR0011462696 | 0,1167                            | 0,5675                   | 0,39254599                      |
| 26 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | FÉDÉRIS PRO ACTIONS ISR EURO                     | Actions         | Europe           | FR0011441591 | 0,1063                            | 0,7239                   | 0,35400023                      |
| 27 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS EURO                            | Actions         | Europe           | FR0000008963 | 0,1091                            | 0,5337                   | 0,36430703                      |
| 28 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS SOLIDAIRE                       | Actions         | Europe           | FR0010871905 | 0,0815                            | 0,4496                   | 0,26496809                      |
| 29 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS EURO MIDCAP                     | Actions         | Europe           | FR0010842377 | 0,0823                            | 0,3695                   | 0,26777731                      |
| 30 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS FOCUS EURO                      | Actions         | Europe           | FR0000285884 | 0,0809                            | 0,3704                   | 0,26286391                      |
| 31 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS FOCUS EUROPE                    | Actions         | Europe           | FR0013239381 | 0,0557                            | 0,3199                   | 0,17658028                      |
| 32 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS FOCUS France                    | Actions         | Europe           | FR0000286304 | 0,073                             | 0,3307                   | 0,23537602                      |
| 33 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS OPTI EURO                       | Actions         | Europe           | FR0013265162 | 0,0673                            | 0,4717                   | 0,21579269                      |
| 34 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR AVENIR EURO                             | Actions         | Europe           | FR0007031653 | 0,0781                            | 0,3674                   | 0,25307521                      |
| 35 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR STRATEGIE PEA 2                         | Actions         | Europe           | FR0011051689 | -0,0168                           | -0,0795                  | -0,049558                       |
| 36 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS EUROPE                          | Actions         | Europe           | FR0000441586 | 0,0378                            | 0,2065                   | 0,11774053                      |
| 37 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS FRANCE                          | Actions         | Europe           | FR0000004343 | 0,0778                            | 0,3711                   | 0,25202943                      |
| 38 | LA BANQUE POSTALE ASSET MANAGEMENT      | LBPM ISR ACTIONS VALUE EURO                      | Actions         | Europe           | FR0011524370 | 0,0066                            | 0,0429                   | 0,01993097                      |
| 39 | LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER            | ECHIQUIER MAJOR SRI GROWTH EUROPE                | Actions         | Europe           | FR0010321828 | 0,1155                            | 0,6296                   | 0,38806155                      |
| 40 | LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER            | ECHIQUIER POSITIVE IMPACT EUROPE                 | Actions         | Europe           | FR0010863688 | 0,1096                            | 0,6443                   | 0,36615301                      |
| 41 | LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER            | ECHIQUIER AGENOR SRI MID CAP EUROPE              | Actions         | Europe           | FR0010321810 | 0,1116                            | 0,6832                   | 0,33755531                      |
| 42 | LAZARD FRÈRES GESTION                   | LAZARD PATRIMOINE ACTIONS SRI                    | Actions         | Europe           | FR0013221116 | 0,0944                            | 0,5328                   | 0,31077531                      |
| 43 | M&G INVESTMENTS                         | M&G (LUX) PAN EUROPEAN SELECT FUND               | Actions         | Europe           | LU1670716437 | 0,0788                            | 0,4439                   | 0,25551762                      |
| 44 | MANDARINE GESTION                       | MANDARINE EUROPE MICROCAP                        | Actions         | Europe           | LU1303940784 | 0,1373                            | 0,6845                   | 0,47104215                      |
| 45 | MEESCHAERT AM                           | MAM HUMAN VALUES                                 | Actions         | Union Européenne | FR0000448979 | 0,0597                            | 0,3202                   | 0,19000505                      |
| 46 | METROPOLE GESTION                       | MONCEAU ÉTHIQUE                                  | Actions         | Europe           | FR0007056098 | 0,0319                            | 0,1489                   | 0,09878529                      |
| 47 | METROPOLE GESTION                       | METROPOLE AVENIR EUROPE                          | Actions         | Europe           | FR0007078829 | 0,0107                            | 0,0574                   | 0,0324447                       |
| 48 | METROPOLE GESTION                       | METROPOLE SÉLECTION                              | Actions         | Europe           | FR0007078811 | 0,0066                            | 0,0286                   | 0,01993097                      |
| 49 | MIROVA                                  | INSERTION EMPLOIS DYNAMIQUE                      | Actions         | Europe           | FR0010702084 | 0,0913                            | 0,5623                   | 0,29966812                      |
| 50 | MIROVA                                  | MIROVA EMPLOI FRANCE                             | Actions         | Europe           | FR0010609552 | 0,0902                            | 0,5559                   | 0,29574199                      |
| 51 | MONTPENSIER FINANCE                     | GREAT EUROPEAN MODELS                            | Actions         | Europe           | FR0013083656 | 0,0748                            | 0,3944                   | 0,24160363                      |
| 52 | NN INVESTMENT PARTNERS                  | NN (L) EUROPEAN SUSTAINABLE EQUITY               | Actions         | Europe           | LU0991964247 | 0,1447                            | 0,7605                   | 0,49994401                      |
| 53 | ODDO BHF ASSET MANAGEMENT               | ODDO BHF AVENIR EUROPE                           | Actions         | Europe           | FR0000974149 | 0,0823                            | 0,4197                   | 0,26777731                      |
| 54 | ODDO BHF ASSET MANAGEMENT               | ODDO BHF GÉNÉRATION                              | Actions         | Europe           | FR0010574434 | 0,0365                            | 0,181                    | 0,11354538                      |
| 55 | ODDO BHF ASSET MANAGEMENT               | ODDO BHF ALGO SUSTAINABLE LEADERS                | Actions         | Europe           | DE0007045437 | 0,0919                            | 0,5259                   | 0,30181298                      |
| 56 | OFI ASSET MANAGEMENT                    | OFI RS EUROPEAN GROWTH CLIMATE CHANGE            | Actions         | Europe           | FR0013267150 | 0,1178                            | 0,6522                   | 0,39666521                      |
| 57 | OFI ASSET MANAGEMENT                    | OFI FUND - RS EUROPEAN EQUITY POSITIVE ECONOMY   | Actions         | Europe           | LU1209226023 | 0,0834                            | 0,4568                   | 0,27164677                      |
| 58 | PALATINE ASSET MANAGEMENT               | EXPORT EUROPE PALATINE                           | Actions         | Europe           | FR0010915181 | 0,0768                            | 0,4448                   | 0,2485477                       |
| 59 | PICTET ASSET MANAGEMENT                 | PICTET - EUROPEAN SUSTAINABLE EQUITIES           | Actions         | Europe           | LU0144510053 | 0,0848                            | 0,4872                   | 0,27658292                      |
| 60 | PROBTP FINANCE                          | REGARD ACTIONS DÉVELOPPEMENT DURABLE             | Actions         | Europe           | FR0007083357 | 0,0726                            | 0,3847                   | 0,23399494                      |
| 61 | ROBECOSAM                               | ROBECO SUSTAINABLE EUROPEAN STARS EQUITIES       | Actions         | Europe           | LU0187077218 | 0,0499                            | 0,2899                   | 0,15729428                      |
| 62 | ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT EUROPE | R-CO 4CHANGE CLIMATE EQUITY EUROPE               | Actions         | Europe           | FR0010784835 | 0,021                             | 0,1099                   | 0,06433226                      |
| 63 | ROTHSCHILD & CO ASSET MANAGEMENT EUROPE | R-CO 4CHANGE HUMAN VALUES                        | Actions         | Europe           | FR0012383743 | 0,0559                            | 0,285                    | 0,17724911                      |
| 64 | SG 29 HAUSSMANN                         | 29 HAUSSMANN SÉLECTION EUROPE D                  | Actions         | Europe           | FR0007057443 | 0,034                             | 0,2128                   | 0,1055073                       |
| 65 | SOFIDY                                  | S.YTIC                                           | Actions         | Europe           | FR0013267382 | 0,0847                            | 0,4779                   | 0,27622992                      |
| 66 | SWISS LIFE ASSET MANAGERS France        | SLE (LUX) EQUITY EURO ZONE                       | Actions         | Europe           | LU1247740126 | 0,0582                            | 0,3037                   | 0,18495886                      |
| 67 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | GIS SRI EUROPEAN EQUITY                          | Actions         | Europe           | LU0145456207 | 0,053                             | 0,2966                   | 0,16757588                      |
| 68 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | GIS SRI AGEING POPULATION                        | Actions         | Europe           | LU1234787460 | 0,0634                            | 0,3557                   | 0,20251352                      |
| 69 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | SYCOMORE SÉLECTION RESPONSABLE                   | Actions         | Europe           | FR0011169341 | 0,0387                            | 0,2211                   | 0,12065103                      |
| 70 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | SYCOMORE HAPPY@WORK                              | Actions         | Europe           | LU1301026388 | 0,0721                            | 0,418                    | 0,23227004                      |
| 71 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | SYCOMORE SHARED GROWTH                           | Actions         | Europe           | FR0010117093 | 0,0594                            | 0,4039                   | 0,18899466                      |
| 72 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | SYCOMORE SÉLECTION PME                           | Actions         | Europe           | FR0011707488 | 0,0274                            | 0,1562                   | 0,08447285                      |
| 73 | SYCOMORE ASSET MANAGEMENT               | SYCOMORE SÉLECTION MID CAP                       | Actions         | Europe           | FR0010376368 | 0,0184                            | 0,1105                   | 0,05622191                      |
| 74 | TRUSTEAM FINANCE                        | TRUSTEAM ROC EUROPE                              | Actions         | Europe           | FR0007066725 | 0,0064                            | 0,0568                   | 0,01932314                      |

Figure 37 : Reporting MSCI ACWI ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI ACWI ESG Leaders Index (USD)

The MSCI ACWI ESG Leaders Index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI ACWI ESG Leaders Index consists of large and mid cap companies across 23 Developed Markets (DM) and 27 Emerging Markets (EM) countries\*. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD) (SEP 2007 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI ACWI ESG Leaders | MSCI ACWI |
|------|-----------------------|-----------|
| 2020 | 16.58                 | 16.82     |
| 2019 | 27.89                 | 27.30     |
| 2018 | -8.11                 | -8.93     |
| 2017 | 23.77                 | 24.62     |
| 2016 | 8.50                  | 8.48      |
| 2015 | -1.72                 | -1.84     |
| 2014 | 5.40                  | 4.71      |
| 2013 | 25.13                 | 23.44     |
| 2012 | 15.87                 | 16.80     |
| 2011 | -5.77                 | -6.86     |
| 2010 | 13.26                 | 13.21     |
| 2009 | 35.88                 | 35.41     |
| 2008 | -39.81                | -41.85    |

### INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                       | 1 Mo | 3 Mo | 1 Yr  | YTD   | ANNUALIZED |       |       |      | Since Sep 28, 2007 |
|-----------------------|------|------|-------|-------|------------|-------|-------|------|--------------------|
|                       |      |      |       |       | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr |      |                    |
| MSCI ACWI ESG Leaders | 1.67 | 9.14 | 40.84 | 11.66 | 15.36      | 14.81 | 10.59 | 7.44 |                    |
| MSCI ACWI             | 1.61 | 8.98 | 42.48 | 11.06 | 14.43      | 14.77 | 10.16 | 6.80 |                    |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E   | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|-------|---------|------|
| 1.70        | 26.39 | 19.92   | 3.40 |
| 1.70        | 25.88 | 18.79   | 2.98 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (SEP 28, 2007 – MAY 31, 2021)

|                       | Beta | Tracking Error (%) <sup>1</sup> | Turnover (%) <sup>1</sup> | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |      |       | Since Sep 28, 2007 | MAXIMUM DRAWDOWN (%) | Period YYYY-MM-DD     |
|-----------------------|------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|------|-------|--------------------|----------------------|-----------------------|
|                       |      |                                 |                           | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr                        | 5 Yr | 10 Yr |                    |                      |                       |
| MSCI ACWI ESG Leaders | 0.97 | 1.25                            | 12.75                     | 17.17                               | 13.96 | 13.52 | 0.84                        | 0.97 | 0.76  | 0.47               | 56.82                | 2007-10-31–2009-03-09 |
| MSCI ACWI             | 1.00 | 0.00                            | 3.17                      | 17.98                               | 14.54 | 14.05 | 0.76                        | 0.93 | 0.71  | 0.42               | 58.06                | 2007-10-31–2009-03-09 |

<sup>1</sup> Last 12 months

<sup>2</sup> Based on monthly gross returns data

<sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

\* DM countries include: Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Hong Kong, Ireland, Israel, Italy, Japan, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Singapore, Spain, Sweden, Switzerland, the UK and the US. EM countries include: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Greece, Hungary, India, Indonesia, Korea, Kuwait, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Qatar, Russia, Saudi Arabia, South Africa, Taiwan, Thailand, Turkey and United Arab Emirates.

The MSCI ACWI ESG Leaders Index was launched on Jun 06, 2013. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.

Figure 38 : Reporting MSCI ACWI ex USA ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index (USD)

The MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index consists of large and mid cap companies across 22 Developed Markets (DM) and 27 Emerging Markets (EM) countries\*. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (USD) (SEP 2007 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI ACWI ex USA ESG Leaders | MSCI ACWI ex USA |
|------|------------------------------|------------------|
| 2020 | 13.29                        | 10.65            |
| 2019 | 22.70                        | 21.51            |
| 2018 | -13.97                       | -14.20           |
| 2017 | 26.78                        | 27.19            |
| 2016 | 4.35                         | 4.50             |
| 2015 | -2.67                        | -5.66            |
| 2014 | -1.96                        | -3.87            |
| 2013 | 17.93                        | 15.29            |
| 2012 | 17.50                        | 16.83            |
| 2011 | -11.28                       | -13.71           |
| 2010 | 11.99                        | 11.15            |
| 2009 | 40.26                        | 41.45            |
| 2008 | -43.79                       | -45.53           |

### INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                              | 1 Mo | 3 Mo | 1 Yr  | YTD  | ANNUALIZED |       |       |                    |
|------------------------------|------|------|-------|------|------------|-------|-------|--------------------|
|                              |      |      |       |      | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr | Since Sep 28, 2007 |
| MSCI ACWI ex USA ESG Leaders | 2.70 | 6.79 | 41.92 | 9.20 | 10.38      | 11.20 | 6.73  | 4.36               |
| MSCI ACWI ex USA             | 3.13 | 7.51 | 42.78 | 9.87 | 8.93       | 10.88 | 5.36  | 3.06               |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E   | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|-------|---------|------|
| 2.09        | 23.95 | 17.27   | 2.24 |
| 2.18        | 22.12 | 15.67   | 1.98 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (SEP 28, 2007 – MAY 31, 2021)

|                              | Beta | Tracking Error (%) <sup>1</sup> | Turnover (%) <sup>1</sup> | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |      |       | Since Sep 28, 2007 | MAXIMUM DRAWDOWN (%) | Period YYYY-MM-DD     |
|------------------------------|------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|------|-------|--------------------|----------------------|-----------------------|
|                              |      |                                 |                           | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr                        | 5 Yr | 10 Yr |                    |                      |                       |
| MSCI ACWI ex USA ESG Leaders | 0.97 | 1.54                            | 15.42                     | 16.92                               | 14.12 | 14.45 | 0.58                        | 0.73 | 0.47  | 0.28               | 59.84                | 2007-10-31–2009-03-09 |
| MSCI ACWI ex USA             | 1.00 | 0.00                            | 4.10                      | 17.66                               | 14.62 | 15.09 | 0.49                        | 0.69 | 0.37  | 0.21               | 60.83                | 2007-10-31–2009-03-09 |

<sup>1</sup> Last 12 months<sup>2</sup> Based on monthly net returns data<sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

\* DM countries include: Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Hong Kong, Ireland, Israel, Italy, Japan, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Singapore, Spain, Sweden, Switzerland and the UK. EM countries include: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Greece, Hungary, India, Indonesia, Korea, Kuwait, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Qatar, Russia, Saudi Arabia, South Africa, Taiwan, Thailand, Turkey and United Arab Emirates.

The MSCI ACWI ex USA ESG Leaders Index was launched on Jul 12, 2013. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.



Figure 39 : Reporting MSCI Emerging Markets ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index (USD)

The MSCI Emerging Markets (EM) ESG Leaders Index, is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI EM ESG Leaders Index consists of large and mid cap companies across 27 Emerging Markets (EM) countries\*. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (USD) (SEP 2007 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI EM ESG Leaders | MSCI Emerging Markets |
|------|---------------------|-----------------------|
| 2020 | 20.09               | 18.31                 |
| 2019 | 19.74               | 18.42                 |
| 2018 | -14.98              | -14.57                |
| 2017 | 40.37               | 37.28                 |
| 2016 | 13.39               | 11.19                 |
| 2015 | -12.30              | -14.92                |
| 2014 | 4.84                | -2.19                 |
| 2013 | 1.26                | -2.60                 |
| 2012 | 21.21               | 18.22                 |
| 2011 | -13.06              | -18.42                |
| 2010 | 25.53               | 18.88                 |
| 2009 | 75.49               | 78.51                 |
| 2008 | -48.52              | -53.33                |

### INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                       | 1 Mo | 3 Mo | 1 Yr  | YTD  | ANNUALIZED |       |       |      | Since Sep 28, 2007 |
|-----------------------|------|------|-------|------|------------|-------|-------|------|--------------------|
|                       |      |      |       |      | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr |      |                    |
| MSCI EM ESG Leaders   | 1.45 | 2.84 | 52.51 | 8.58 | 11.61      | 15.18 | 7.18  | 6.76 |                    |
| MSCI Emerging Markets | 2.32 | 3.28 | 51.00 | 7.26 | 9.65       | 13.88 | 4.10  | 3.36 |                    |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E   | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|-------|---------|------|
| 1.53        | 22.32 | 16.30   | 2.50 |
| 1.82        | 19.28 | 14.24   | 2.11 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (SEP 28, 2007 – MAY 31, 2021)

|                       | Beta | Tracking Error (%) <sup>1</sup> | Turnover (%) <sup>1</sup> | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |      |       | Since Sep 28, 2007 | (%)   | MAXIMUM DRAWDOWN      |
|-----------------------|------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|------|-------|--------------------|-------|-----------------------|
|                       |      |                                 |                           | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr                        | 5 Yr | 10 Yr |                    |       | Period YYYY-MM-DD     |
| MSCI EM ESG Leaders   | 0.95 | 3.70                            | 16.08                     | 18.95                               | 16.47 | 16.77 | 0.60                        | 0.86 | 0.45  | 0.37               | 61.93 | 2007-10-31–2008-10-27 |
| MSCI Emerging Markets | 1.00 | 0.00                            | 8.45                      | 19.02                               | 16.28 | 17.67 | 0.50                        | 0.80 | 0.27  | 0.22               | 65.25 | 2007-10-29–2008-10-27 |

<sup>1</sup> Last 12 months

<sup>2</sup> Based on monthly net returns data

<sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

\* EM countries include: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech Republic, Egypt, Greece, Hungary, India, Indonesia, Korea, Kuwait, Malaysia, Mexico, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Qatar, Russia, Saudi Arabia, South Africa, Taiwan, Thailand, Turkey and United Arab Emirates.

The MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index was launched on Jun 06, 2013. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.

Figure 40 : Reporting MSCI Europe ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI Europe ESG Leaders Index (USD)

The MSCI Europe ESG Leaders Index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI Europe ESG Leaders Index consists of large and mid cap companies in 15 developed markets countries\*. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD) (SEP 2007 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI Europe ESG Leaders | MSCI Europe |
|------|-------------------------|-------------|
| 2020 | 9.95                    | 5.93        |
| 2019 | 26.59                   | 24.59       |
| 2018 | -13.10                  | -14.32      |
| 2017 | 24.94                   | 26.24       |
| 2016 | -2.08                   | 0.22        |
| 2015 | 1.21                    | -2.34       |
| 2014 | -5.39                   | -5.68       |
| 2013 | 26.96                   | 25.96       |
| 2012 | 21.03                   | 19.93       |
| 2011 | -9.18                   | -10.50      |
| 2010 | 5.15                    | 4.49        |
| 2009 | 35.65                   | 36.81       |
| 2008 | -45.92                  | -46.08      |

### INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                         | 1 Mo | 3 Mo  | 1 Yr  | YTD   | ANNUALIZED |       |       |      | Since Sep 28, 2007 |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|------|--------------------|
|                         |      |       |       |       | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr |      |                    |
| MSCI Europe ESG Leaders | 3.92 | 11.71 | 41.24 | 12.03 | 11.57      | 10.43 | 7.13  | 3.86 |                    |
| MSCI Europe             | 4.31 | 12.67 | 43.30 | 13.79 | 9.53       | 10.28 | 6.14  | 3.28 |                    |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E   | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|-------|---------|------|
| 2.42        | 25.26 | 17.80   | 2.29 |
| 2.36        | 23.96 | 16.38   | 2.09 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (SEP 28, 2007 – MAY 31, 2021)

|                         | Beta | Tracking Error (%) <sup>1</sup> | Turnover (%) <sup>1</sup> | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |      |       | Since Sep 28, 2007 | MAXIMUM DRAWDOWN  |                       |
|-------------------------|------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|------|-------|--------------------|-------------------|-----------------------|
|                         |      |                                 |                           | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr                        | 5 Yr | 10 Yr | (%)                | Period YYYY-MM-DD |                       |
| MSCI Europe ESG Leaders | 0.98 | 1.81                            | 15.77                     | 18.45                               | 15.89 | 16.03 | 0.61                        | 0.62 | 0.46  | 0.25               | 63.81             | 2007-10-31—2009-03-09 |
| MSCI Europe             | 1.00 | 0.00                            | 2.07                      | 19.22                               | 16.29 | 16.52 | 0.49                        | 0.60 | 0.40  | 0.22               | 62.72             | 2007-10-31—2009-03-09 |

<sup>1</sup> Last 12 months

<sup>2</sup> Based on monthly gross returns data

<sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

\* Developed Markets countries in Europe include: Austria, Belgium, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, the Netherlands, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland and the UK.

The MSCI Europe ESG Leaders Index was launched on Oct 01, 2007. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.

Figure 41 : Reporting MSCI USA Small Cap ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index (USD)

The MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index consists of small cap companies in the US market. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – PRICE RETURNS (USD) (MAY 2006 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI USA Small Cap ESG Leaders | MSCI USA Small Cap |
|------|--------------------------------|--------------------|
| 2020 | 15.03                          | 17.12              |
| 2019 | 24.01                          | 25.27              |
| 2018 | -10.59                         | -11.37             |
| 2017 | 13.94                          | 15.56              |
| 2016 | 19.47                          | 17.79              |
| 2015 | -4.58                          | -5.15              |
| 2014 | 5.16                           | 6.02               |
| 2013 | 36.23                          | 36.28              |
| 2012 | 14.36                          | 16.31              |
| 2011 | -2.96                          | -4.35              |
| 2010 | 26.69                          | 26.33              |
| 2009 | 36.16                          | 37.52              |
| 2008 | -38.65                         | -36.87             |
| 2007 | -4.58                          | -3.99              |

### INDEX PERFORMANCE – PRICE RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                                | 1 Mo  | 3 Mo | 1 Yr  | YTD   | ANNUALIZED |       |       |      | Since Dec 29, 2000 |
|--------------------------------|-------|------|-------|-------|------------|-------|-------|------|--------------------|
|                                |       |      |       |       | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr |      |                    |
| MSCI USA Small Cap ESG Leaders | 0.25  | 6.87 | 61.84 | 17.02 | 12.50      | 14.09 | 10.87 | 7.91 |                    |
| MSCI USA Small Cap             | -0.19 | 5.52 | 62.29 | 16.46 | 13.03      | 14.65 | 11.09 | 9.36 |                    |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E    | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|--------|---------|------|
| 1.08        | 41.82  | 23.12   | 2.94 |
| 1.09        | 112.55 | 25.83   | 2.86 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (DEC 29, 2000 – MAY 31, 2021)

|                                | Beta | Tracking Error (%) | Turnover (%) | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       |      | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |       |      | Since Dec 29, 2000 (%) | MAXIMUM DRAWDOWN<br>Period YYYY-MM-DD |
|--------------------------------|------|--------------------|--------------|-------------------------------------|-------|-------|------|-----------------------------|-------|------|------------------------|---------------------------------------|
|                                |      |                    |              | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr | 5 Yr                        | 10 Yr |      |                        |                                       |
| MSCI USA Small Cap ESG Leaders | na   | na                 | 29.32        | 24.53                               | 19.90 | 17.85 | 0.55 | 0.70                        | 0.63  | na   | 61.62                  | 2007-06-04–2009-03-09                 |
| MSCI USA Small Cap             | 1.00 | 0.00               | 12.71        | 25.24                               | 20.42 | 18.19 | 0.56 | 0.71                        | 0.63  | 0.47 | 60.53                  | 2007-06-04–2009-03-09                 |

<sup>1</sup> Last 12 months    <sup>2</sup> Based on monthly price returns data    <sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

The MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index was launched on Jan 02, 2007. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.



Figure 42 : Reporting MSCI USA ESG Leader au 31/05/2021

## MSCI USA ESG Leaders Index (USD)

The MSCI USA ESG Leaders Index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with high Environmental, Social and Governance (ESG) performance relative to their sector peers. MSCI USA ESG Leaders Index consists of large and mid cap companies in the US market. The Index is designed for investors seeking a broad, diversified sustainability benchmark with relatively low tracking error to the underlying equity market. The index is a member of the MSCI ESG Leaders Index series. Constituent selection is based on data from MSCI ESG Research.

### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (USD) (AUG 2010 – MAY 2021)



### ANNUAL PERFORMANCE (%)

| Year | MSCI USA ESG Leaders | MSCI USA |
|------|----------------------|----------|
| 2020 | 18.84                | 21.37    |
| 2019 | 31.66                | 31.64    |
| 2018 | -3.11                | -4.50    |
| 2017 | 20.56                | 21.90    |
| 2016 | 11.74                | 11.61    |
| 2015 | -1.33                | 1.32     |
| 2014 | 12.84                | 13.36    |
| 2013 | 33.54                | 32.61    |
| 2012 | 13.39                | 16.13    |
| 2011 | 1.19                 | 1.99     |

### INDEX PERFORMANCE – GROSS RETURNS (%) (MAY 31, 2021)

|                      | 1 Mo | 3 Mo  | 1 Yr  | YTD   | ANNUALIZED |       |       |       | Since Aug 31, 2010 |
|----------------------|------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|--------------------|
|                      |      |       |       |       | 3 Yr       | 5 Yr  | 10 Yr |       |                    |
| MSCI USA ESG Leaders | 0.81 | 10.90 | 39.63 | 13.47 | 19.14      | 17.39 | 13.99 | 15.57 |                    |
| MSCI USA             | 0.48 | 9.94  | 41.81 | 11.76 | 18.61      | 17.56 | 14.51 | 16.29 |                    |

### FUNDAMENTALS (MAY 31, 2021)

| Div Yld (%) | P/E   | P/E Fwd | P/BV |
|-------------|-------|---------|------|
| 1.39        | 28.65 | 22.62   | 5.73 |
| 1.36        | 29.53 | 21.96   | 4.72 |

### INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (AUG 31, 2010 – MAY 31, 2021)

|                      | Beta | Tracking Error (%) | Turnover (%) <sup>1</sup> | ANNUALIZED STD DEV (%) <sup>2</sup> |       |       |      | SHARPE RATIO <sup>2,3</sup> |       |      | Since Aug 31, 2010 (%) | MAXIMUM DRAWDOWN<br>Period YYYY-MM-DD |
|----------------------|------|--------------------|---------------------------|-------------------------------------|-------|-------|------|-----------------------------|-------|------|------------------------|---------------------------------------|
|                      |      |                    |                           | 3 Yr                                | 5 Yr  | 10 Yr | 3 Yr | 5 Yr                        | 10 Yr |      |                        |                                       |
| MSCI USA ESG Leaders | 0.96 | 1.74               | 10.95                     | 18.04                               | 14.60 | 13.39 | 0.99 | 1.09                        | 0.99  | 1.11 | 34.33                  | 2020-02-19–2020-03-23                 |
| MSCI USA             | 1.00 | 0.00               | 2.55                      | 18.88                               | 15.24 | 13.80 | 0.93 | 1.06                        | 1.00  | 1.12 | 34.12                  | 2020-02-19–2020-03-23                 |

<sup>1</sup> Last 12 months

<sup>2</sup> Based on monthly gross returns data

<sup>3</sup> Based on ICE LIBOR 1M

The MSCI ESG Indexes use ratings and other data supplied by MSCI ESG Research Inc, a subsidiary of MSCI Inc.

The MSCI USA ESG Leaders Index was launched on Jan 01, 2001. Data prior to the launch date is back-tested data (i.e. calculations of how the index might have performed over that time period had the index existed). There are frequently material differences between back-tested performance and actual results. Past performance – whether actual or back-tested – is no indication or guarantee of future performance.

Figure 43 : Performances financières, notations ESG et nombre de controverses des 40 constituants du CAC 40

|    | NOM                                                | 31/05/2018 - 31/05/2019 | 31/05/2019 - 31/05/2020 | 31/05/2020 - 31/05/2021 | Notation ESG<br>Best-in-class | Notation ESG<br>Best-in-universe | Best-in-class<br>Controversy<br>total coun |
|----|----------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------------|
| 1  | ArcelorMittal SA                                   | -51,56665               | -35,10558               | 212,5508                | 5,155                         | 3,126                            | 30                                         |
| 2  | Société Générale                                   | -33,24067               | -41,08638               | 102,2401                | 1,959                         | 2,022                            | 0                                          |
| 3  | Kering                                             | -2,71357                | 1,379093                | 62,84195                | 3,781                         | 1,628                            | 2                                          |
| 4  | BNP Paribas                                        | -17,33488               | -21,08868               | 76,60825                | 1,450                         | 1,766                            | 0                                          |
| 5  | Vinci SA                                           | 9,00482                 | -5,393898               | 16,21557                | 3,306                         | 1,162                            | 14                                         |
| 6  | Airbus SE                                          | 19,69634                | -50,63556               | 88,11288                | 3,198                         | 1,881                            | 1                                          |
| 7  | Cap Gemini SA                                      | -9,806242               | -6,397253               | 68,1292                 | 4,869                         | 1,681                            | 2                                          |
| 8  | Sanofi-Aventis SA Common                           | 14,67668                | 25,48213                | 3,11897                 | 4,009                         | 1,031                            | 22                                         |
| 9  | Renault SA                                         | -31,72183               | -60,09723               | 67,45855                | 4,026                         | 1,675                            | 21                                         |
| 10 | Carrefour SA                                       | 12,61078                | -16,69175               | 28,02321                | 4,654                         | 1,280                            | 1                                          |
| 11 | Crédit Agricole S.A.                               | -6,9587                 | -23,51906               | 65,98213                | 4,515                         | 1,660                            | 0                                          |
| 12 | Moët Hennessy Louis Vuitton SA LVMH                | 16,17896                | 11,35722                | 76,85493                | 4,107                         | 1,769                            | 7                                          |
| 13 | Safran SA                                          | 16,94443                | -27,05183               | 43,01188                | 2,134                         | 1,430                            | 2                                          |
| 14 | Hermès International                               | -0,7054781              | 27,21568                | 54,80915                | 4,828                         | 1,548                            | 0                                          |
| 15 | Thales SA                                          | -7,657479               | -29,72857               | 24,54649                | 3,232                         | 1,245                            | 9                                          |
| 16 | EssilorLuxottica SA                                | -10,08225               | 12,21522                | 24,61171                | 5,517                         | 1,246                            | 2                                          |
| 17 | Worldline SA/France                                | 9,197731                | 24,5269                 | 16,62694                | 5,978                         | 1,166                            | 0                                          |
| 18 | Stellantis NV Common Shares                        | -36,97832               | -29,95246               | 173,5052                | 8,182                         | 2,735                            | 12                                         |
| 19 | Total SA                                           | -5,887954               | -23,44725               | 21,93853                | 4,624                         | 1,219                            | 15                                         |
| 20 | Engie SA                                           | 0,3174668               | -14,57831               | 19,03501                | 4,250                         | 1,190                            | 13                                         |
| 21 | Vivendi SA                                         | 14,29876                | -12,84951               | 45,47234                | 7,020                         | 1,455                            | 5                                          |
| 22 | Compagnie Générale des Etablissements Michelin Sha | -3,750108               | -11,74356               | 44,2064                 | 9,342                         | 1,442                            | 2                                          |
| 23 | Dassault Systemes SA                               | 11,11357                | 15,139                  | 24,01216                | 8,478                         | 1,240                            | 0                                          |
| 24 | Publicis Groupe SA                                 | -14,9886                | -45,37917               | 126,0327                | 7,763                         | 2,260                            | 2                                          |
| 25 | Orange SA                                          | -0,04820494             | -18,86093               | 1,570205                | 8,256                         | 1,016                            | 9                                          |
| 26 | Teleperformance                                    | 28,72495                | 23,89535                | 50,29662                | 2,818                         | 1,503                            | 1                                          |
| 27 | Veolia Environnement SA                            | 11,55311                | -2,443349               | 34,11089                | 4,333                         | 1,341                            | 4                                          |
| 28 | Bouygues SA Bouygues                               | -16,74764               | -12,09703               | 33,8634                 | 7,530                         | 1,339                            | 3                                          |
| 29 | Atos                                               | -20,41854               | -0,5863383              | -17,80797               | 6,069                         | 0,822                            | 4                                          |
| 30 | STMicroelectronics NV                              | -31,80854               | 63,29233                | 39,53087                | 8,947                         | 1,395                            | 1                                          |
| 31 | Legrand SA                                         | -4,998296               | 4,225917                | 45,13372                | 8,226                         | 1,451                            | 1                                          |
| 32 | Compagnie de Saint-Gobain ST GOBAIN                | -22,02991               | -6,661105               | 88,57929                | 8,349                         | 1,886                            | 6                                          |
| 33 | Air Liquide SA                                     | 8,265044                | 23,24075                | 16,15114                | 8,355                         | 1,162                            | 3                                          |
| 34 | Schneider Electric SE                              | -1,050587               | 29,99573                | 47,88191                | 8,902                         | 1,479                            | 4                                          |
| 35 | Danone                                             | 12,22322                | -13,78151               | 1,32263                 | 8,980                         | 1,013                            | 3                                          |
| 36 | Pernod-Ricard SA                                   | 11,68102                | -9,51905                | 30,88165                | 9,485                         | 1,309                            | 2                                          |
| 37 | Alstom SA Common                                   | 1,859722                | 6,0891                  | 31,07296                | 9,848                         | 1,311                            | 8                                          |
| 38 | AXA SA AXA                                         | 9,671431                | -25,81522               | 52,31221                | 9,478                         | 1,523                            | 8                                          |
| 39 | Unibail-Rodamco-Westfield                          | -27,14112               | -60,28604               | 49,22432                | 9,774                         | 1,492                            | 0                                          |
| 40 | L'Oréal SA                                         | 18,78703                | 8,943428                | 44,19107                | 10,000                        | 1,442                            | 7                                          |

## BIBLIOGRAPHIE

- <sup>1</sup> DNCA. (2021). *8 clefs pour comprendre le défi climat*
- <sup>2</sup> United Nations Framework Convention on Climate Change. (2015). *Paris Agreement*
- <sup>3</sup> GIEC, IPCC. (2018). *Global warming of 1.5°C*
- <sup>4</sup> Commission européenne. (2018). *Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre*
- <sup>5</sup> Principles for Responsible Investment. (2021). *PRI update Q2 2021*
- <sup>6</sup> Novethic. (2020). *Panorama des labels européens de finance durable*
- <sup>7</sup> Label ISR. (2020). *Référentiel du label*
- <sup>8</sup> Climetrics. (2021). *Fund Rating Methodology*
- <sup>9</sup> Barclays. (2016). *ESG Investing in Credit Markets*
- <sup>10</sup> Dôm Finance
- <sup>11</sup> Cairn Info. (2018). *Comparaison de trois méthodologies ESG : Les bases de données extra-financières fournissent-elles la même information ?*
- <sup>12</sup> Costanza Consolandi, Robert G. Eccles and Giampaolo Gabbi. (2020). *How Material is a Material Issue? Stock Returns and the Financial Relevance and Financial Intensity of ESG Materiality*
- <sup>13</sup> Mozaffar Khan, George Serafeim, and Aaron Yoon. (2015). *Corporate Sustainability : First Evidence on Materiality*
- <sup>14</sup> SASB. (2020). *SASB ESG Integration Insights*
- <sup>15</sup> Carte de matérialité du SASB (sous license)
- <sup>16</sup> Robert G. Eccles, George Serafeim. (2014). *La frontière de la performance*
- <sup>17</sup> Méthodologie MSCI ESG Research – Materiality Map. (2021).
- <sup>18</sup> Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment

<sup>19</sup> Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210-233

<sup>20</sup> PRI. (2015). *Why do investors sign the Principles for Responsible Investment?*

<sup>21</sup> NN Investment Partners. (2016). *The materiality of ESG factors for equity investment decisions: academic evidence*

<sup>22</sup> Harvard Business Reviw. (2014). *La frontière de la performance*

<sup>23</sup> Amundi. (2018). *How ESG has impacted the asset pricing in the equity market*

<sup>24</sup> La Financière De l'Echiquier. (2019). *ISR & Performance*

<sup>25</sup> MSCI. (2021). *MSCI ESG Leaders Indexes Methodology*