

... les stratégies standard de Graphene Investments ne sont pas ESG pour le moment

Avertissement: Ce n'est pas parce que cet article traite de sujets non-consensuels que nous recherchons la polémique. Nous ne nous sentons pas obligés de nous aligner systématiquement sur un avis tout préparé, fût-il celui du plus grand nombre, lorsque nous pensons avoir de solides arguments pour soutenir un point de vue différent. Toutefois, notre seul objectif dans ces pages est d'expliquer le raisonnement qui sous-tend certains choix effectués dans la conception de notre projet ou de notre gamme.

Pour que les choses soient bien claires, sur un plan personnel, nous tous qui travaillons à Graphene Investments apprécions et soutenons les objectifs officiels de l'investissement ESG. Pourquoi, alors, ne prenons-nous pas l'engagement d'en appliquer les principes parmi nos critères de sélection de titres, pour obtenir la labellisation correspondante ?

Nous pensons que l'intérêt actuel pour l'investissement éthique repose en grande partie sur une perception erronée de ses avantages comme de ses effets sur la "durabilité". Une discussion détaillée avec l'investisseur est donc un prérequis pour nous assurer que nous avons tous la même compréhension des conséquences. Comme on ne peut pas

raisonnablement espérer avoir cette discussion avec chaque porteur des parts d'un FCP, nous ne proposons pour le moment des stratégies conformes aux principes ESG que dans les mandats de gestion dédiés à des institutions. Comme la transparence est au cœur de nos valeurs, on vous dit pourquoi...

La première erreur de perception porte sur la performance.

La gestion ISR a souvent été vendue aux investisseurs avec l'argument qu'elle améliorerait les performances puisque les sociétés "éthiques" avaient moins de risque d'être impliquées dans des scandales ou des poursuites judiciaires qui terniraient à la fois leur image et leur parcours boursier.

Nous admettons volontiers qu'éviter ces incidents est potentiellement bon pour la performance. Toutefois, nous sommes en profond désaccord avec l'idée que cela induit un avantage pour l'investissement ESG car, toutes choses égales par ailleurs, il est absolument impossible qu'être



soumis à des contraintes supplémentaires puisse être un avantage à long terme. De fait, rien n'empêche les gérants non-ESG de détenir les mêmes valeurs "sûres" s'ils pensent que c'est la meilleure chose à faire. Ils conservent toutefois la possibilité d'investir dans des entreprises "non-éthiques" si nécessaire, ce qui peut se révéler un gros avantage dans certaines circonstances. Les producteurs de tabac et les valeurs d'alimentation, par exemple, seront souvent parmi les investissements les plus défensifs en cas de crise de marché ou de fort ralentissement économique. La décision de les exclure parce que fumer provoque des cancers ou parce que l'utilisation d'huile de palme ne doit pas être encouragée doit être prise en toute conscience. De même, les fabricants d'armement seront probablement les valeurs à détenir en cas de fortes tensions géopolitiques. En d'autres termes, l'investissement ESG implique un coût d'opportunité.

Il y a un certain temps, plusieurs institutions majeures (dont CalPERS et le fond souverain norvégien) avaient estimé ce coût à plusieurs milliards de dollars, pour des restrictions

qu'elles avaient appliquées depuis à peu près une décennie. Ceci doit bien sûr être relativisé face aux centaines de milliards que représentent leurs actifs. Un fonds de pension bien doté ou un fonds souverain peuvent sans aucun doute s'offrir ce genre de manque à gagner. La nouvelle a toutefois provoqué en Norvège un débat politique virulent sur l'opportunité de maintenir les contraintes ESG du fonds ou pas. En tout état de cause, le fait que les professionnels de l'investissement se soient convertis à l'ESG (comme ils adopteront la prochaine mode lorsqu'elle apparaîtra) ne leur donne pas le droit d'en imposer les conséquences à tous les ayants-droits des institutions qu'ils représentent. Les conseillers ne sont pas les payeurs, mais il n'est pas garanti que ceux qui vont en payer le prix choisiraient l'ESG si on leur demandait de le faire en toute connaissance de cause. A un moment où de nombreux systèmes de retraite sont fortement sous-capitalisés, il est peu probable que la majorité des futurs retraités ou des titulaires d'assurance-vie accepterait facilement de rogner encore ses revenus futurs au seul motif des théories ESG.

Ceci nous amène au problème suivant: trouver une mesure équitable de la valeur ajoutée du gérant.

Etant donnée notre spécialisation sur la gestion active aux standards institutionnels, l'indice de marché est la référence pour cette mesure, puisqu'il représente la performance qu'un investisseur obtiendrait avec une approche passive. Un indice doit être transparent et largement accessible. Il doit également être aussi représentatif que possible de l'univers dans lequel le gérant peut investir, tel qu'il est défini par les contraintes de gestion imposées par le client. Si un gérant n'est pas autorisé à détenir certains constituants de l'indice, il sera désavantagé lorsque ceux-ci contribuent à la hausse du marché. En conséquence, un gérant qui a vraiment l'intention de donner une importance réelle aux critères ESG dans son processus d'investissement ne devrait pas accepter d'utiliser un indice standard comme référence.

Certains spécialistes des indices ont commencé à publier des versions ESG de leurs principaux benchmarks, mais il faudra encore longtemps pour qu'ils atteignent le niveau de cohérence et de transparence nécessaire. Certains appliquent des critères d'exclusion, tandis que d'autres introduisent des biais de pondération à partir de l'indice d'origine, et il n'existe même pas de liste commune de "critères ESG" pour déterminer le niveau d'éthique d'une société. Ces méthodes de calcul introduisent aussi des anomalies importantes dans la représentativité de l'indice, avec des distorsions évidentes dans l'exposition à des secteurs entiers ou à des segments de capitalisation.

Pour compliquer les choses, la plupart de ces indices adaptés ne sont accessibles que sur abonnement. Leur notoriété et leur diffusion ne peuvent pas rivaliser avec



celles des grands indices dont les performances sont disponibles chaque jour dans la plupart des média grand-public.

In fine, faute de référence convenable, la performance relative a peu de chances de représenter correctement la valeur ajoutée d'un gérant ESG. Ce n'est pas un gros

problème dans un mandat institutionnel, car des explications détaillées pourront être fournies si nécessaire lors des réunions périodiques de reporting. Nous ne sommes pas prêts à prendre le même risque avec les investisseurs d'un fonds collectif, dont le degré de connaissance de la stratégie est beaucoup plus difficile à garantir.

Notre troisième point de réticence: quand la règle n'est pas claire, celui qui joue "fair play" est sûr de perdre.

Le manque de cohérence signalé précédemment dans la manière dont les constructeurs d'indices évaluent les critères ESG n'est que la partie visible d'une situation encore plus confuse dans le monde des fonds. Les mêmes labellisations ESG ou ISR, que tant de sociétés de gestion veulent apposer sur leurs produits, cachent des degrés complètement différents d'engagement sur ces valeurs, et des interprétations très variées de ce qui est "éthiquement" bon ou mauvais.

Puisqu'il n'y a pas de définition claire des principes ESG, les standards les plus aboutis laissent encore au gérant une grande marge de manœuvre. Même si les définitions de "bien" et "mal" adoptées dans le monde occidental étaient largement partagées dans d'autres cultures, la question de leur application resterait très loin de faire l'unanimité. Certes, les efforts des régulateurs pour imposer aux sociétés de gestion une certaine transparence sur la manière dont elles traitent les principes ESG vont dans la bonne direction, mais combien d'investisseurs lisent ces informations? Plus

important encore, combien d'entre eux (ou de leurs consultants ou conseillers financiers) sont capables de comparer les différentes méthodes, pour distinguer les approches honnêtes, qu'il faut encourager, des "vernies ESG" uniquement motivés par des objectifs de marketing?

Certains gérants ESG considèrent qu'ils ont le droit d'investir dans des entreprises peu éthiques, dès lors qu'ils prennent des mesures pour les pousser à s'améliorer, à travers leur politique de vote ou en mettant la pression sur les dirigeants sur des sujets spécifiques. D'autres s'abstiennent simplement d'investir dans les sociétés qui ne répondent pas strictement à leur définition de l'éthique. Comment les choses peuvent-elles être transparentes dans ce cas ? Comme toujours, lorsque la règle n'est pas claire, le vainqueur ne sera pas celui qui joue le jeu et reste fidèle à l'esprit d'origine de cette règle. Ce sera au contraire celui qui s'est arrangé pour l'appliquer avec l'interprétation la plus lâche sans pour autant se faire prendre.



Enfin, nous trouvons souvent que les théories de la gestion ESG sont trop simplistes pour servir valablement leurs objectifs.

Il semble que, pour de nombreux acteurs du "business" ESG, ce qui compte soit de faire quelque chose dont on puisse faire la publicité, sans trop se préoccuper de l'effet réel sur la durabilité. Une enquête menée récemment pour une société de gestion française a d'ailleurs montré que les entreprises se souciaient assez peu des pressions de leurs investisseurs pour leur faire changer leurs pratiques opérationnelles, et étaient beaucoup plus sensibles aux attentes de leurs clients ou des ONG.

Il existe de nombreux exemples de sujets sur lesquels la pensée majoritaire chez les tenants de la gestion responsable ne peut pas raisonnablement être compatible avec une connaissance élémentaire de la situation sur le terrain. Cette pensée se développe alors plus comme une idéologie que comme une manière cohérente de raisonner.

La nécessité de combattre le réchauffement climatique et de réduire la pollution est par exemple un objectif auquel toute personne un peu cohérente adhère probablement. Toutefois, la manière dont la pensée unique a transformé cet objectif en une idéologie du "tout électrique" est probablement un désastre dans une optique à long terme. En l'état actuel des choses, le fait est que l'humanité ne connaît aucune manière réaliste de vivre uniquement sur des énergies renouvelables. En outre, elle ne connaît aucune énergie dite "propre" qui soit réellement plus propre que les énergies "sales" une fois tous les aspects pris en compte. Les problèmes vont de l'imprévisibilité de la production des centrales solaires ou éoliennes (qui nécessite des solutions fonctionnant aux énergies fossiles pour prendre la relève en cas de besoin) à l'impact environnemental étendu des technologies de production

des batteries, en passant par la durée de vie limitée de la plupart des équipements électriques et le manque de solutions efficaces pour leur recyclage. Une fois tous les aspects pris en considération, la réalité est que ce que beaucoup présentent comme une évidence pour combattre le réchauffement de la planète est, au mieux, une manière de déplacer les dégâts sur l'environnement vers les zones rurales et les pays émergents. Selon les scénarios les plus pessimistes, cela pourrait même mener à un désastre bien pire. Le sentiment d'urgence justifie-t-il de changer juste pour changer, avant même de pouvoir dire quelles options sont meilleures ou moins bonnes que la trajectoire actuelle? Nous pensons que les investisseurs responsables feraient mieux de prendre un peu de temps pour évaluer le potentiel à long terme des différentes possibilités, pour être sûrs de soutenir ensuite des solutions vraiment durables. Se ranger à l'opinion majoritaire façonnée par les lobbies ou par une analyse superficielle peut leur permettre d'obtenir une labellisation ESG, mais n'est probablement pas une manière d'agir véritablement dans l'intérêt de la planète.

Dans un domaine complètement différent, certaines multinationales ont été confrontées à des campagnes de presse sur le travail des enfants ou sur les conditions de travail ou de salaire au sein de leurs usines dans les pays émergents. Ces scandales ont souvent été mentionnés comme illustrations du risque de réputation découlant d'une éthique insuffisante en matière d'emploi. Là encore, nous soutenons totalement l'objectif d'aider ces pays à élever leur niveau de vie et à finir par rattraper celui des pays occidentaux, si tel est leur désir. Toutefois, c'est une chose de discuter ces sujets dans un bureau confortable, et



c'en est une autre de prendre des mesures sensées et adaptées aux spécificités locales. Nous parlons ici de pays où le salaire moyen paraît ridiculement faible à côté des standards du monde développé. Il serait facile pour les dirigeants internationaux de se donner bonne conscience en payant des salaires très supérieurs aux normales locales, tout en conservant l'avantage d'un coût très bas par rapport aux niveaux pratiqués dans leur pays d'origine. Ce serait toutefois ignorer l'effet inflationniste de cette approche, et ses conséquences dramatiques pour une vaste majorité de la population locale, qui vit encore d'emplois agricoles précaires ou de petit commerce. De même, ceux qui

connaissent bien ces pays sont également réticents vis-à-vis des solutions brutales comme l'arrêt ou l'interdiction du travail des enfants. Ils savent que le revenu qu'il génère est une nécessité absolue pour de nombreux foyers pauvres, et qu'un énorme travail reste à faire pour que l'éducation devienne accessible à tous. Ils réalisent donc que, pour nombre de ces enfants, ne plus pouvoir travailler dans une usine serait une porte ouverte vers la prostitution ou le trafic de drogues, et non la scolarisation et les belles vacances. Là encore, nous pensons que les solutions de facilité typiquement soutenues par les défenseurs de l'ESG ratent souvent l'objectif qu'elles prétendent servir.

En conclusion, nous sommes persuadés que Graphene Investments viendra à l'investissement ESG dans le futur. Toutefois, si nous allons mettre au point une approche précise, qui sera intégrée à notre processus d'investissement et proposée en standard à tous nos clients, nous tenons à être jugés face à un indice de référence adapté et à ce que la comparaison avec la concurrence soit équitable. Plus important encore, nous aimerions construire ce processus sur des principes dont l'efficacité au service des objectifs affichés puisse résister à une étude sérieuse. Nous apprécions les intentions de l'ESG mais l'enfer est pavé de bonnes intentions. Nous ne sommes pas à l'aise avec le niveau de transparence des approches actuelles, ni avec leur capacité à remplir leur promesse de rendre le monde meilleur.

Pour le moment, nous continuerons naturellement à inclure les critères ESG qui nous paraissent adéquats dans notre recherche sur les idées d'investissement, ainsi que dans notre politique de vote. Toutefois, nous ne prendrons pas l'engagement de les appliquer tous d'une manière qui nous permette de nous dire "conformes" en matière d'ESG. Bien sûr, les choses sont différentes dans un mandat institutionnel, où nous pouvons proposer une personnalisation aux clients qui ont déjà déterminé quels critères ils souhaitaient retenir, et comment ils voulaient les appliquer.

Information importante: Les avis exprimés dans ce document sont à but exclusivement informatif. Ils ne sauraient constituer une recommandation d'adopter ou de modifier une stratégie d'investissement, ni d'acheter ou de vendre un instrument financier. Ils reflètent l'analyse de Graphene Investments à la date indiquée en tête de document, sur la base de l'information disponible à cette date. Cette information, ainsi que les opinions et hypothèses qui en découlent, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Graphene Investments ne garantit ni leur exhaustivité ni leur exactitude.

Avant de prendre une décision d'investissement, quelle qu'elle soit, les investisseurs doivent mener leur propre analyse, en utilisant une information à jour, pour se faire une opinion sur l'adéquation et le risque de l'investissement envisagé.

La reproduction de tout ou partie du présent document est interdite sans l'accord préalable écrit de Graphene Investments.



Agrément AMF n° GP-16000022
10 rue La Boétie 75008 Paris (France)
T: +33.1.70.82.44.50
F: +33.1.70.82.44.49
E: contact@graphene-investments.com
W: www.graphene-investments.com