

ISR & Performance *by* LFDE

2019 - PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS



LA FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

Pionnière de l'investissement responsable en France, La Financière de l'Echiquier (LFDE) a souhaité contribuer au débat sur la performance de l'Investissement Socialement Responsable (ISR). Nous avons ainsi mené une étude, résumée ici, pour documenter et argumenter notre conviction : ISR et performance ne sont pas incompatibles, bien au contraire !

Loin de détruire de la valeur, la prise en compte des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) favorise au contraire la performance dans la durée. Cette étude met en lumière la relation existant entre les entreprises ambitieuses sur le plan ESG et leur performance boursière. Elle repose sur la notation de près de 500 entreprises, réalisée ces neuf dernières années par l'équipe ISR de La Financière de l'Echiquier, selon sa méthodologie d'analyse ESG propriétaire qui attribue aux entreprises une note sur 10 points, basée sur 15 critères ESG.

A RETENIR

1 ISR et performance ne sont pas incompatibles, bien au contraire !

- Investir systématiquement dans les entreprises bénéficiant des meilleures notes ESG génère durablement une performance supérieure à l'investissement dans les entreprises dotées de mauvaises notes, ainsi qu'à celle des indices boursiers. Sur 9 ans, le portefeuille des meilleurs profils ESG génère une performance **2,3 fois supérieure** à celui des pires profils ESG.

2 E, S ou G ?

- Pris séparément, les bons profils E, S, et G sont tous vecteurs de performance.
- Le portefeuille composé des **meilleures notes sociales** surperforme celui des meilleures notes environnementales et celui des meilleures notes de gouvernance. La performance reste néanmoins légèrement inférieure à celle des portefeuilles constitués des meilleures notes ESG.
- Les entreprises dotées de mauvaises notes de **gouvernance** sont celles qui génèrent le moins de performance. L'écart annuel moyen de performance entre le portefeuille d'entreprises constitué de mauvaises notes de gouvernance et celui des bonnes notes ESG est de **-13%**.

3 ISR et risque

- Le niveau de risque n'est pas significativement différent entre les portefeuilles constitués des bonnes et des mauvaises notes ESG.
- Sur 9 ans, le **ratio rendement-risque** des portefeuilles composés des bonnes notes ESG est significativement supérieur à celui des indices, ainsi qu'à celui des portefeuilles composés des mauvaises notes, grâce à un différentiel de performance très important. Le ratio rendement-risque du portefeuille des meilleures notes ESG est **1,7 fois supérieur** à celui des plus mauvaises notes ESG.

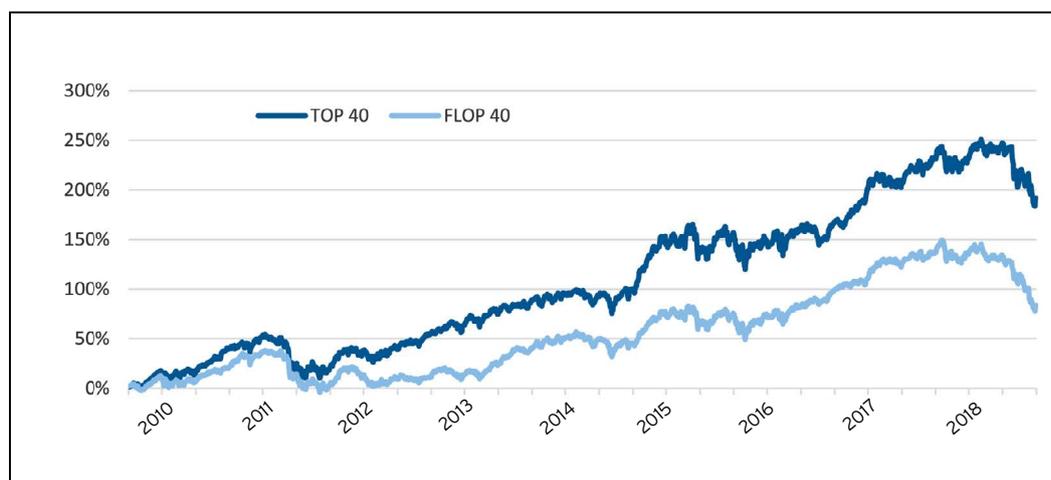
I. ISR ET PERFORMANCE NE SONT PAS INCOMPATIBLES, BIEN AU CONTRAIRE !

Nous avons constitué des portefeuilles d'actions fictifs équipondérés, 100% investis, afin de comparer leurs performances entre eux et avec les principaux indices boursiers. L'unique critère de sélection des entreprises présentes dans ces portefeuilles est leur note ESG. Seules les notes datant de moins de 3 ans sont prises en compte, afin qu'elles soient fidèles au profil de l'entreprise. Les portefeuilles sont rebalancés de manière régulière, annuelle de 2010 à 2015 puis trimestrielle à partir de 2016.

Nous avons constitué deux portefeuilles fictifs :

- le portefeuille « TOP 40 », composé des 40 entreprises dotées des meilleures notes ESG
- le portefeuille « FLOP 40 », composé des 40 entreprises affichant les plus mauvaises notes ESG

TOP 40 et FLOP 40*



Performances des portefeuilles TOP 40, FLOP 40 et des principaux indices boursiers*

| Période | TOP 40 | FLOP 40 | MSCI EUROPE | MSCI EUROPE SRI | MSCI EUROPE GROWTH | MSCI EUROPE SMALL CAP |
|---------------------|--------|---------|-------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| 2010 | 39,5% | 21,3% | 11,1% | 11,6% | 18,0% | 29,9% |
| 2011 | -13,7% | -14,3% | -8,1% | -5,1% | -6,7% | -17,4% |
| 2012 | 28,6% | 7,3% | 17,3% | 18,6% | 17,9% | 27,0% |
| 2013 | 22,2% | 26,4% | 19,8% | 24,4% | 18,2% | 33,4% |
| 2014 | 5,5% | 2,7% | 6,8% | 6,0% | 8,0% | 6,5% |
| 2015 | 28,3% | 20,6% | 8,2% | 14,8% | 15,9% | 23,5% |
| 2016 | 4,3% | 13,7% | 2,6% | 0,1% | -2,2% | 0,9% |
| 2017 | 24,5% | 19,4% | 10,2% | 11,1% | 12,3% | 19,0% |
| 2018 | -12,2% | -22,6% | -10,6% | -7,3% | -9,5% | -15,9% |
| Performance cumulée | 191,7% | 83,5% | 67,8% | 96,1% | 90,8% | 141,4% |

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018, sans frais de gestion ni commissions annexes.

*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps



Le résultat est clair : **investir systématiquement dans les entreprises bénéficiant des meilleures notes ESG génère, durablement, un écart de performance par rapport à l'investissement dans les entreprises ayant de mauvaises notes et par rapport aux principaux indices boursiers.**

x2,3

L'écart entre le portefeuille des meilleurs profils ESG et celui composé des pires profils ESG sur 9 ans.

Par ailleurs, la construction de 3 portefeuilles fictifs, le premier nommé « Engagés », constitué d'entreprises dotées d'excellentes notes ESG (supérieures à 7/10), le deuxième, « Intermédiaires », composé des notes ESG correctes (inférieures ou égales à 7/10 et supérieures ou égales à 6/10), et le troisième, « Retardataires », constitué de mauvaises notes (inférieures à 6/10) met en évidence une corrélation entre la note ESG et la performance du portefeuille dans la durée. **Plus la note ESG est élevée, plus la performance réalisée sur longue période semble forte.**

+3,6%

L'écart de performance annuel moyen minimal sur 9 ans lorsque la note ESG augmente d'environ un point.

Nous constatons des **disparités annuelles**, comme par exemple en 2013 et 2016, années lors desquelles la gestion *value* a été plus performante que la gestion *growth* (croissance) : les portefeuilles composés des bonnes notes ESG n'ont pas battu ceux des entreprises dotées de mauvaises notes. Les entreprises de croissance ont en effet tendance à bénéficier de meilleures notes ESG. Elles ne peuvent négliger leur positionnement de responsabilité sociale et environnementale pour leur réussite et disposent des ressources nécessaires pour déployer des politiques ambitieuses dans ces domaines. Etant en phase de retournement, les entreprises décotées (*value*) laissent en revanche souvent souffrir certains aspects sociaux et/ou environnementaux.

Sur les éventuels biais de nos portefeuilles : même lorsqu'il existe une surpondération des portefeuilles sur la gestion *growth* et/ou les petites capitalisations, les indices correspondants sont battus dans la durée. En revanche, le biais de sélection des gérants de LFDE¹ peut expliquer la bonne performance globale de l'ensemble des portefeuilles fictifs. Nous constatons néanmoins que les portefeuilles des meilleures notes ESG battent les portefeuilles des moins bonnes notes sur le long terme, alors même que ces derniers bénéficient du biais de sélection. Il semble exister un apport intrinsèque de performance de la prise en compte des critères ESG.

¹ Pour qu'une entreprise reçoive une note ESG, un gérant ou un analyste doit auparavant avoir manifesté un intérêt pour cette valeur.

II. E, S O U G ?

Un ou plusieurs critères ESG contribuerai(en)t-il(s) plus que les autres à la création de performance ? Pour tester cette hypothèse, nous avons composé de nouveaux portefeuilles en nous concentrant sur les notes du pilier Environnement (ENV), Social (SOCIAL) et de Gouvernance (GOUV).

Performances de tous les portefeuilles E, S et G avec les principaux indices boursiers*

| Période | ENV | | | SOCIAL | | | GOUV | | | MSCI EUROPE | MSCI EUROPE SRI | MSCI EUROPE GROWTH | MSCI EUROPE SMALL CAP |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| | >7 | 6-7 | <6 | >7 | 6-7 | <6 | >7 | 6-7 | <6 | | | | |
| 2010 | 36,4% | 31,9% | 24,2% | 30,7% | 27,5% | 26,9% | 37,2% | 27,3% | 18,4% | 11,1% | 11,6% | 18,0% | 29,9% |
| 2011 | -11,6% | -19,2% | -17,4% | -10,1% | -17,4% | -19,0% | -16,3% | -16,6% | -18,8% | -8,1% | -5,1% | -6,7% | -17,4% |
| 2012 | 20,8% | 22,6% | 19,3% | 25,6% | 21,5% | 17,9% | 26,9% | 18,3% | 15,1% | 17,3% | 18,6% | 17,9% | 27,0% |
| 2013 | 26,6% | 26,3% | 27,7% | 35,2% | 25,7% | 24,5% | 24,7% | 30,0% | 27,4% | 19,8% | 24,4% | 18,2% | 33,4% |
| 2014 | 3,7% | 6,0% | 2,8% | 5,6% | 4,9% | 2,5% | 6,0% | 2,6% | 2,8% | 6,8% | 6,0% | 8,0% | 6,5% |
| 2015 | 15,3% | 27,0% | 18,1% | 23,8% | 19,6% | 19,0% | 21,1% | 29,9% | 8,9% | 8,2% | 14,8% | 15,9% | 23,5% |
| 2016 | 10,0% | 10,3% | 9,1% | 9,8% | 5,7% | 13,8% | 5,3% | 14,4% | 12,9% | 2,6% | 0,1% | -2,2% | 0,9% |
| 2017 | 15,8% | 17,2% | 17,9% | 18,0% | 17,0% | 17,3% | 18,3% | 16,5% | 18,1% | 10,2% | 11,1% | 12,3% | 19,0% |
| 2018 | -17,0% | -12,7% | -19,1% | -14,4% | -12,4% | -22,9% | -14,8% | -18,4% | -17,6% | -10,6% | -7,3% | -9,5% | -15,9% |
| Performance cumulée | 132,7% | 150,5% | 97,5% | 189,7% | 118,6% | 89,4% | 147,4% | 136,7% | 73,5% | 67,8% | 96,1% | 90,8% | 141,4% |

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018, sans frais de gestion ni commissions annexes.
*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps

- les portefeuilles « ENV >7 », « SOCIAL >7 » et « GOUV >7 » sont composés des entreprises dont les notes sont excellentes (supérieures à 7/10) dans leurs critères respectifs.
- les portefeuilles « ENV 6-7 », « SOCIAL 6-7 » et « GOUV 6-7 » intègrent les entreprises dont les notes ESG sont correctes (inférieures ou égales à 7/10 et supérieures ou égales à 6/10).
- Les portefeuilles « ENV <6 », « SOCIAL <6 » et « GOUV <6 » sont composés des entreprises dont les notes sont considérées comme mauvaises (inférieures à 6/10).

Pris séparément, les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance sont tous sources de performance. Les portefeuilles composés des bonnes notes Environnementales, Sociales ou de Gouvernance surperforment les portefeuilles des mauvaises notes et tous les indices, sauf l'indice MSCI Europe Small Cap pour l'Environnement.

Les valeurs détenant de **bonnes notes Sociales** sont celles qui ont eu la performance la plus élevée par rapport à celles des bonnes notes Environnementales et de Gouvernance. La performance du portefeuille composé des entreprises bénéficiant des meilleures notes sociales (SOCIAL >7) reste toutefois inférieure à celle des portefeuilles des meilleures notes (TOP 40 et Engagés), ce qui souligne que la combinaison des critères E, S et G en une note ESG permet de créer davantage de valeur à long terme. L'écart n'est toutefois pas significatif sur la période.



+11%

L'écart de performance annuel moyen entre le portefeuille composé d'entreprises dotées de bonnes notes sociales (> 7/10) et celui composé des mauvaises notes sociales (< 6/10) sur 9 ans.

-13%

L'écart de performance annuel moyen entre le portefeuille composé d'entreprises dotées de mauvaises notes de gouvernance (< 6/10) et celui composé de bonnes notes ESG sur 9 ans.

Les entreprises dotées de mauvaises notes de Gouvernance sont celles qui génèrent le moins de performance. Le portefeuille des plus mauvaises notes de gouvernance (GOUV <6) délivre la plus mauvaise performance de tous les portefeuilles fictifs construits, et a été battu, sur 9 ans, par tous les indices boursiers, excepté le MSCI Europe. Un signal positif pour le positionnement historique de La Financière de l'Echiquier en faveur de la Gouvernance, qui représente environ 60% de la note ESG. **Se tenir à l'écart des entreprises dotées d'une gouvernance médiocre semble toujours être une bonne décision de gestion.**

III. ISR ET RISQUE

Les portefeuilles composés des entreprises dotées des meilleurs profils ESG et des meilleurs profils Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance pris séparément sont donc les plus performants dans la durée. Sont-ils également moins risqués ?

Volatilité annualisée depuis 2010 des portefeuilles TOP 40, FLOP 40 et des principaux indices

| Portefeuille / Indice | Volatilité annualisée sur 9 ans |
|-----------------------|---------------------------------|
| TOP 40 | 14,8% |
| FLOP 40 | 12,9% |
| MSCI Europe | 16,0% |
| MSCI Europe SRI | 15,6% |
| MSCI Europe Growth | 15,3% |
| MSCI Europe Small Cap | 15,7% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018 basées sur les performances *Net Return* (dividendes nets réinvestis) mensuelles.

Sur 9 ans, le portefeuille FLOP 40 est moins volatil que le portefeuille TOP 40, et ils sont tous deux moins volatils que les indices. Les écarts ne sont toutefois pas suffisamment importants pour tirer une conclusion irréfutable sur le niveau de risque global des portefeuilles. **Le niveau de risque, mesuré par la volatilité, ne diffère pas significativement entre les portefeuilles composés des bonnes notes ESG, ceux intégrant les mauvaises notes ESG et les indices boursiers.**

Ratio rendement-risque annualisé depuis 2010 des portefeuilles TOP 40, FLOP 40 ainsi que des principaux indices

| Portefeuille / Indice | Ratio rendement risque annualisé sur 9 ans |
|-----------------------|--|
| TOP 40 | 0,85 |
| FLOP 40 | 0,54 |
| MSCI Europe | 0,37 |
| MSCI Europe SRI | 0,50 |
| MSCI Europe Growth | 0,49 |
| MSCI Europe Small Cap | 0,66 |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018 basées sur les performances *Net Return* (dividendes nets réinvestis) mensuelles.

Le portefeuille TOP 40 a, sur la durée, un ratio rendement-risque supérieur à celui du FLOP 40, ce qui signifie que cet investissement est préférable car il génère davantage de performance pour un même niveau de risque.



Les conclusions sont plus mitigées sur les risques. Alors que nous nous attendions à une réelle différence de risque entre les portefeuilles, en faveur de ceux composés des meilleures notes ESG, il n'y a pas de différence significative. Toutefois, **lors des baisses des marchés, les portefeuilles comprenant les meilleures notes ESG ont été plus résilients que les portefeuilles composés des mauvaises notes ESG** (cf. tableau page 4).

CONCLUSION

- 1 La surperformance des portefeuilles composés de valeurs dotées des meilleures notes ESG est significative et s'ancre dans la durée.
- 2 Pris séparément, les critères Environnementaux (E), Sociaux (S) et de Gouvernance (G) sont tous sources de performance à long terme.
- 3 Parmi les critères E, S et G pris séparément, le critère Social contribue le plus à la performance.
- 4 Les mauvaises notes de Gouvernance sont celles qui pèsent le plus sur les performances.
- 5 Les portefeuilles constitués des "bons élèves" ESG ont des niveaux de risque similaires à ceux des portefeuilles composés des "mauvais élèves" ESG, et proches de ceux des indices. Le couple rendement-risque est néanmoins plus favorable pour les portefeuilles de bonnes notes ESG, qui bénéficient de leurs performances très élevées.

En 2018, La Financière de l'Echiquier a pris de nouveaux engagements en matière d'investissement responsable : extension de l'intégration ESG à l'ensemble de ses fonds, instauration d'un Comité éthique afin de statuer sur les cas de controverses les plus sensibles et vote systématique lors des assemblées générales. **Les conclusions de cette étude renforcent notre engagement et notre conviction: la prise en compte des critères ESG est source de performance dans la durée.**

Cette étude a été réalisée par La Financière de l'Echiquier

Auteurs de l'étude :

Luc Olivier, analyste financier et ISR

Sonia Fasolo, gérante ISR

Mamadou Bah, contrôleur des risques

A propos de La Financière de l'Echiquier - www.lfde.com

Créée en 1991 par Didier Le Menestrel et Christian Gueugnier, dirigée par Christophe Mianné, La Financière de l'Echiquier, dont le groupe Primonial détient 40%, est l'une des premières sociétés de gestion indépendantes de France avec plus de 9 milliards d'euros d'encours sous gestion et une équipe de plus de 130 salariés. Son métier : la gestion d'épargne et de placements financiers pour le compte de clients particuliers, de conseillers en gestion de patrimoine et d'investisseurs institutionnels. Précurseur en matière d'Investissement Socialement Responsable (ISR), signataire des *UN PRI* dès 2008, LFDE a ensuite adhéré au Carbon Disclosure Project, au Montreal Carbon Pledge, ainsi qu'au Forum pour l'Investissement Responsable français (FIR).

Le résultat des analyses présenté dans ce document est fondé sur la base des meilleures sources en notre possession et sur une méthodologie propriétaire d'analyse des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

D'autres critères entrent en considération dans la performance d'une action. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles ne doivent donc pas être l'élément central de la décision d'investissement.



LA FINANCIERE DE L'ECHIQUEUR

LA FINANCIERE DE L'ECHIQUEUR - MAISON D'EPARGNE DEPUIS 1991
53, AVENUE D'IENA - 75116 PARIS - TEL. : 01.47.23.90.90 - FAX : 01.47.23.91.91 - www.lfde.com
S.A. AU CAPITAL DE 10 000 000 € - SIREN 352 045 454 - R.C.S. PARIS - AGREMENT AMF N° 91004