Carnets de recherche ◆ Investissement responsable

#1

mars 2021

ISR & PERFORMANCE

BILAN 2020

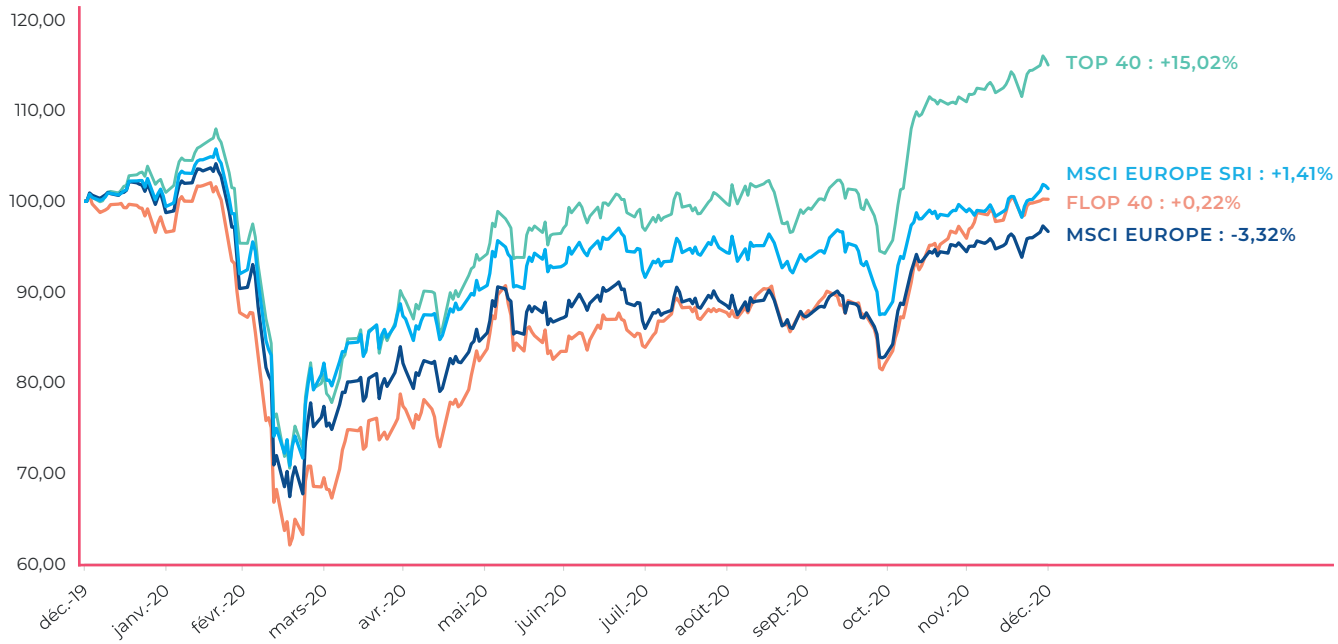
LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

- l'univers de valeurs utilisé dans cette étude est l'univers suivi par la Gestion LFDE mais il n'y a aucune référence ni lien direct avec les fonds LFDE
- les portefeuilles modèles utilisés dans l'étude son purement fictifs et ne correspondent aucunement à des portefeuilles LFDE
- la performance des portefeuilles fictifs dans cette étude ne corresponde à aucune performance de fonds LFDE.

Quel bilan pour une année aussi singulière que 2020 ?

2020 restera une année historique pour les marchés financiers aussi, qui ont connu, avec la crise sanitaire mondiale déclenchée au premier trimestre, l'une des baisses les plus rapides de leur histoire. Une baisse qui sera également l'une des plus rapidement effacées. 2020 est aussi unique dans l'histoire de notre étude sur la compatibilité entre l'ISR et la performance car elle nous permet d'observer les résultats boursiers de nos différents portefeuilles en temps de crise et de forte volatilité. Les résultats empiriques obtenus renforcent notre conviction sur l'importance des critères ESG dans l'appréciation des entreprises.

Comparaison des performances des portefeuilles composés des meilleurs et pires profils ESG en 2020.



1er constat

Les critères ESG sont bien un facteur de surperformance

Au cours de cette année si particulière, le portefeuille composé des meilleures notes ESG (Top 40) a enregistré une performance de 15%, contre 0,2% pour celui composé des plus mauvaises notes (Flop 40), soit 68 fois plus ! On note également la performance du MSCI Europe SRI (+1,4%), supérieure à celle du Flop 40 (0,2%) et à celle du MSCI Europe (-3,32%).

2ème constat

Les critères ESG sont un facteur de résilience

Afin d'analyser la résilience des portefeuilles, nous nous sommes intéressés à la performance et au *maximum drawdown*[1] sur l'année 2020. Lors de la baisse spectaculaire du premier trimestre[2], le Top 40 a le mieux résisté avec une performance de -19,1% et un *maximum drawdown* de -34,6%, tandis que le Flop 40 a affiché une performance de -30,5% et un *maximum drawdown* de -39,1%. Les critères ESG apparaissent dans cette étude comme un facteur de résilience des entreprises en période de mouvements extrêmes des marchés à la baisse.

3ème constat

La résilience n'exclut pas la capacité à rebondir rapidement

Alors qu'il aura fallu 323 jours aux valeurs du Flop 40 pour retrouver leur niveau pré-crise, il n'en a fallu que 264 à celles du Top 40, soit 59 jours de moins ! Les meilleurs profils ESG ont également démontré une capacité de rebond plus importante que celle des pires profils.

[1] Le *maximum drawdown* est un indicateur de gestion du risque, exprimé en % du capital investi, visant à évaluer la perte maximale historique qu'aurait pu subir un investisseurs'il avait acheté au plus haut et revendu au plus bas durant une période déterminée.

[2] Du 01/01/2020 au 31/03/2020

Quelles explications pouvons-nous avancer pour comprendre ces observations ?

Nous observons que les meilleurs profils ESG sont majoritairement des entreprises de qualité présentant des bilans sains. Cette solidité financière est d'autant plus recherchée par les investisseurs en période de crise pour limiter le risque de liquidité.

Les entreprises les plus responsables démontrent une meilleure capacité à identifier et gérer les risques extra-financiers. Elles sont souvent plus attentives à la protection de leurs collaborateurs et à leur niveau d'engagement. Certaines d'entre elles avaient déjà déployé avant la crise des solutions de télétravail, offrant ainsi à leurs salariés un cadre de travail propice à un meilleur équilibre vie professionnelle/vie personnelle. Ces bonnes pratiques mises en place en amont, en réponse aux risques identifiés sur la gestion des talents mais également des relations avec leurs clients ou leurs fournisseurs, leur ont permis d'être plus agiles et de s'adapter avec diligence au contexte de crise.

De plus, les valeurs démontrant les meilleurs profils ESG attirent de plus en plus de souscriptions à mesure que la thématique de l'investissement responsable prend de l'ampleur. Selon Morningstar, les fonds ESG européens ont collecté 233 milliards d'euros en 2020, soit près du double de la collecte de 2019, pour atteindre un encours total de 1 100 milliards d'euros[1]. Des chiffres qui illustrent l'intérêt croissant des clients institutionnels et finaux, dont les capitaux viennent soutenir les cours de Bourse des entreprises responsables.

Enfin, face à ces flux acheteurs, les retraits de la part des investisseurs sont relativement rares. En effet, les investisseurs qui accordent de l'importance aux critères ESG sont davantage susceptibles d'adopter un actionnariat de long terme, lequel est essentiel pour accompagner les entreprises dans la mise en œuvre de leurs projets qui s'inscrivent dans le temps long[2].

[1] https://www.morningstar.fr/fr/news/209278/investissement-durable--forte-croissance-de-la-collecte.aspx

[2] *Taking the long view, A toolkit for long-term, sustainable investment mandates* – University of Cambridge

Les meilleurs contributeurs à la performance du TOP 40

Malgré des exercices très différents, ASML et SARTORIUS STEDIM BIOTECH restent, comme en 2019, parmi les meilleurs contributeurs à la performance. Ces entreprises de qualité confirment leur performance dans la durée, ainsi que leur résilience lors des différentes phases de marchés. THULE GROUP et LONZA se distinguent également.

ASML

Note ESG
8,1/10

Le producteur de machines de lithographie pour l'industrie des semi-conducteurs est doté de contrepouvoirs solides grâce à un conseil composé d'administrateurs indépendants disposant de compétences techniques pertinentes – semi-conducteurs, électronique, académique… La culture d'entreprise est très forte et la politique environnementale du groupe intègre des objectifs chiffrés de long terme ambitieux. Le cycle de vie des produits est parfaitement géré puisque 98% des machines produites depuis l'origine en 1984 sont toujours en activité.

Performance 2020 : +51,9%
Performance 2019 : +95,3%

sartorius stedim biotech

Note ESG
7,6/10

Le fabriquant de produits destinés à la production de biomédicaments – filtres, membranes, poches à usage unique – possède une bonne gouvernance. Il se distingue par d'excellents résultats sur ses métriques environnementales clés, notamment la consommation d'eau, et gère parfaitement l'attractivité et la fidélisation des employés, deux enjeux majeurs dans ce secteur en forte croissance. Le groupe travaille également à l'élaboration de produits à base de bioplastiques afin de pallier l'augmentation des déchets générés par son activité.

Performance 2020 : +97,3%
Performance 2019 : +69,9%

Thule Group

Note ESG
7,8/10

Le leader mondial des solutions de transports – coffres et barres de toit, porte-vélos, poussettes… – est porté par une gouvernance de grande qualité, notamment une équipe dirigeante ayant démontré ses compétences sur le long terme ainsi qu'un bon niveau de contrepouvoirs assumé par un conseil d'administration indépendant et qualifié. Le groupe se distingue également par sa volonté de concevoir des produits durables et par une excellente analyse de ses risques extra-financiers qui s'accompagnent d'un plan d'action clair pour limiter chaque risque identifié. L'entreprise a par exemple mis en place des standards de qualité et de durabilité élevés pour ses opérations et celles de ses fournisseurs et en assure un suivi régulier. Elle déploie également pour ses collaborateurs un plan de formation continue pour conserver ses talents et les maintenir à un niveau d'expertise élevé sur le marché.

Performance 2020 : +41%
Performance 2019 : +38,1%

Lonza

Note ESG
7,7/10

Le groupe conçoit des produits chimiques destinés aux secteurs de la santé pour la fabrication de médicaments et de l'agroalimentaire pour permettre, par exemple, la réduction de l'utilisation des pesticides. L'entreprise se distingue par un bon alignement d'intérêts avec ses actionnaires et une rémunération variable exigeante du directeur général. Le groupe suisse porte une attention particulière à la diminution de son empreinte environnementale, ainsi qu'à la satisfaction et à l'engagement de ses collaborateurs, qui se traduit par un taux de rotation des effectifs bien inférieur à la moyenne du secteur.

Performance 2020 : +60,1%
Performance 2019 : +36,4%

Le lien entre investissement responsable et performance se renforce

La première version de l'étude ISR & Performance by LFDE, publiée début 2019, a mis en lumière le lien étroit entre la prise en compte des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) et la performance financière à long terme. L'étude souffle aujourd'hui une nouvelle bougie et démontre une nouvelle fois la surperformance des meilleurs profils ESG par rapport aux pires profils. Sur 11 ans, le portefeuille composé des meilleures note ESG de notre univers (Top 40) génère une performance 3,2 fois supérieure à celle du portefeuille composé des pires note ESG (Flop 40). La surperformance s'accentue donc cette année encore, après avoir été de 2,3 fois sur 9 ans[1] et de 2,6 fois sur 10 ans[2].

[1] Etude « ISR & Performance by LFDE » - 2019

[2] Etude « ISR & Performance by LFDE un an après.. » - 2020

Sur 11 ans, le ratio rendement-risque du portefeuille composé des meilleures notes ESG est 1,9 fois supérieur à celui composé des plus mauvaises notes, alors qu'il était 1,6 fois supérieur sur 9 ans. L'accentuation de la surperformance ne s'est donc pas accompagnée d'une plus forte volatilité.

Comparaison des performances des portefeuilles composés des meilleurs et pires profils ESG entre 2010 et 2020

Les conclusions des années précédentes sont réaffirmées

Pris séparément, les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance sont tous sources de performance sur le long terme. En effet, sur 11 ans, les performances du portefeuille des meilleures notes Sociales (+362%), de celui composé des meilleures notes de Gouvernance (+262%) et de celui des meilleures notes Environnementales (+233%) sont meilleures que celles des portefeuilles composés des pires notes Environnementales, des pires notes Sociales et des pires notes de Gouvernance – le meilleur d'entre eux enregistrant +185%.

Cependant, de tous les portefeuilles simulés, celui qui crée le plus de valeur sur 11 ans reste le TOP 40 (+399%). Et c'est celui composé des pires notes de Gouvernance qui génère la plus mauvaise performance sur la période (+120%).

La pondération unique de La Financière de l'Échiquier, qui attribue environ 60% de la note ESG à la Gouvernance – les 40% restants étant répartis entre l'Environnement et le Social – est donc bien créatrice de valeur sur le long terme, tout comme le fait de se tenir à l'écart des entreprises ayant les plus mauvaises gouvernances.

Qu'une méthodologie différente révèle des résultats similaires renforce notre conviction sur l'ESG : l'indice MSCI Europe SRI (154%) composé de valeurs dotées des meilleurs profils ESG surperforme en effet le MSCI Europe (112%).

En 2020, LFDE a renforcé son engagement en faveur de l'investissement responsable

A fin décembre 2020, 92% des encours gérés intègrent des critères ESG.

Un engagement qui a également rayonné au-delà de nos murs

L'Ecole de l'ISR by LFDE, innovation pédagogique de LFDE qui intègre notamment les résultats de cette étude, a formé plus de 1 331 professionnels de la finance depuis son lancement en 2019.

Un pied devant l'autre, podcast pédagogique de plusieurs épisodes dédié à l'Investissement Responsable, lancé par LFDE en septembre 2020 cumule déjà plus de 3 000 écoutes.

Carnets de recherche ◆ Investissement responsable

#2
juin 2021

ISR & PERFORMANCE

SIGNAL ESG

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

La recherche de La Financière de l'Échiquier (LFDE) a pour volonté de toujours affiner sa compréhension des thématiques extra-financières et de leur influence sur les performances financières des entreprises.

En 2019, La Financière de l'Echiquier publiait pour la première fois son étude propriétaire « ISR & Performance *by* LFDE » dont les résultats démontrent que les portefeuilles composés des sociétés ayant les meilleures notes ESG, selon la méthodologie développée par LFDE, surperforment sur le long terme les portefeuilles composés des sociétés ayant les pires notes ESG.

Après 3 années successives de mise à jour de l'étude, et la confirmation dans la durée des résultats, nous avons étendu le périmètre de l'étude en utilisant une méthodologie différente de l'étude principale afin de confirmer la robustesse des résultats et de tester l'impact de la pondération des sociétés présentes en portefeuille selon leur note ESG.

Cadre de l'étude

Au-delà de la sélection de titres, la construction de portefeuille est une composante importante de la contribution à la création de performance. Ainsi, dans le cadre de cette étude ad-hoc, nous avons fait évoluer notre méthodologie sur deux principaux aspects :

1 L'utilisation des portefeuilles Top 40 et Flop 40 implique un nombre de lignes arbitrairement défini, limité à 40 valeurs (taille moyenne des portefeuilles actions de LFDE). Notre méthodologie a un biais de sélection, les sociétés qui bénéficient d'une notation par LFDE ayant toutes fait l'objet d'un intérêt préalable de la part nos gérants, notamment pour leur profil stratégique ou financier. A cela s'ajoute l'effet de concentration des portefeuilles. Ces deux caractéristiques limitent statistiquement l'impact du critère de qualité ESG dans l'explication de la performance.
Afin de limiter ce biais, nous avons créé un portefeuille constitué de l'ensemble des entreprises bénéficiant d'une note ESG par LFDE. En élargissant fortement l'échantillon analysé, nous renforçons ainsi la pertinence statistique de notre analyse du critère de qualité ESG.

2 Le second aspect identifié est l'équipondération des titres, ne permettant pas de différencier les titres au sein du portefeuille selon leur note ESG. Afin de renforcer l'analyse du critère de qualité ESG dans cette étude, la pondération de chaque titre est ici déterminée par la valeur de sa note ESG.

La méthodologie

Notre objectif est d'analyser l'impact du critère de qualité ESG sur la performance boursière des entreprises. La note ESG constitue-t-elle véritablement un signal positif pour l'investissement ?

L'une des méthodologies les plus répandues pour tester un signal d'investissement est la création d'un portefeuille « *Long Short* ».

Pour limiter la concentration de l'échantillon, le portefeuille Long Short est constitué de l'ensemble des entreprises pour lesquelles nous disposons d'une note ESG LFDE sur l'ensemble de la période étudiée, soit 756 entreprises analysées et notées au cours des 11 dernières années.

Afin d'identifier les entreprises présentes dans la partie « *Long* » et dans la partie « *Short* », nous devons déterminer le « seuil du signal ESG », c'est-à-dire la note ESG minimale à partir de laquelle le critère de qualité ESG a statistiquement un impact positif sur la performance d'un titre. Le seuil du signal ESG correspond à la moyenne des notes ESG de notre univers LFDE. Il nous permet de diviser le portefeuille *Long Short* en deux parties :

LONG - Une partie « *Long* » composée des entreprises dotées des notes ESG les plus élevées (supérieures à la moyenne de l'univers des valeurs notées). Nous sommes acheteurs de ces entreprises.

SHORT - Une partie « *Short* » composée des entreprises dont les notes ESG sont les plus faibles (inférieures à la moyenne). Nous sommes vendeurs de ces entreprises

Nous modifions également la pondération des titres afin qu'elle reflète la qualité ESG des entreprises. Pour cela, nous transformons d'abord les notes ESG en « *Z-score* » (ou variable centrée-réduite) et obtenons par conséquent un seuil du signal ESG à 0[1].

[1] Centrer nos variables consiste à retrancher à chaque donnée (note ESG) la moyenne de notre univers de note. Réduire nos variables consiste à diviser toutes ses valeurs par l'écart type de notre univers de notes ESG. Cette manipulation des données nous permet de centrer la distribution des notes ESG autour de 0 sans modifier les écarts relatifs entre les notes.

La méthodologie

Nous utilisons le *Z-score* de la note ESG pour déterminer la pondération des valeurs en portefeuille. Plus une valeur a une note ESG supérieure de la moyenne, plus son *Z-score* s'éloignera de 0 en positif, et par conséquent, plus sa pondération sera importante dans la partie *Long* du portefeuille. A contrario, plus une valeur a une note ESG inférieure à la moyenne et plus son *Z-score* s'éloignera de 0 en négatif, et par conséquent, plus sa pondération sera importante dans la partie *Short* du portefeuille.

Cette méthodologie permet d'obtenir une exposition neutre au marché sur le portefeuille *Long Short* afin d'isoler l'impact du critère « note ESG » dans l'analyse des performances.

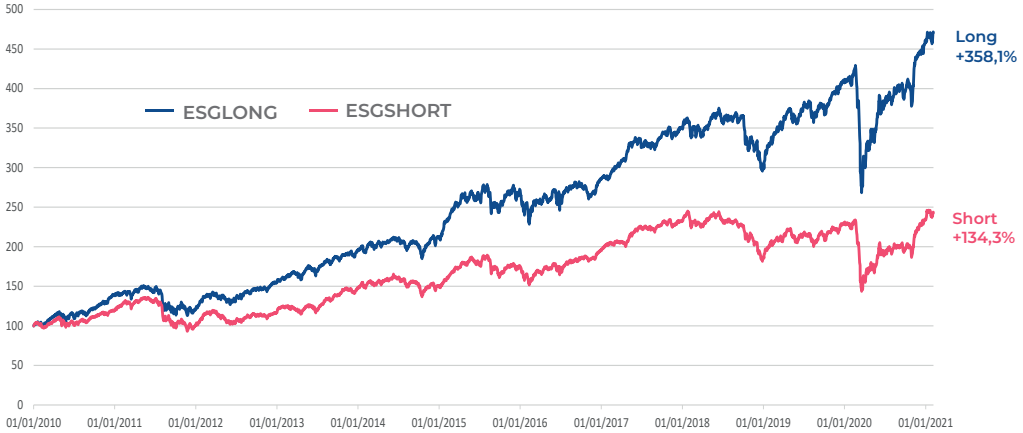
Ainsi, si le portefeuille *Long Short* - dont la construction est uniquement basée sur la valeur de la note ESG des entreprises qui le composent - a une performance positive, on peut considérer que le critère de note ESG a bien un impact positif sur la performance du portefeuille. En effet, peu importe que l'on soit dans un marché haussier ou baissier, si les entreprises les mieux notées sur les critères ESG performent mieux de manière relative que les entreprises les moins bien notées, alors la performance du portefeuille *Long Short* sera positive et démontrera la pertinence du facteur note ESG dans l'explication de la performance.

Quelques éléments complémentaires de méthodologie :

- Pour intégrer le portefeuille, l'ancienneté de la notation ESG ne doit pas excéder 3 ans, afin de refléter au mieux la réalité de l'entreprise.
- Ces portefeuilles sont rebalancés à échéance régulière, annuelle entre 2010 et 2015 (au 31 décembre de chaque année), puis trimestrielle à partir de 2016.

[2] A partir de 2016, la recherche LFDE a accéléré la cadence de mises à jour de notes et disposait également d'un plus grand nombre de notations. Ces deux éléments ont permis de rapprocher les échéances. Aujourd'hui, pour les valeurs dans lesquelles nous sommes investis, les notations d'entreprises sont mises à jour tous les deux ans. Cela procure une excellente acuité sur la dynamique et le positionnement extra-financier de l'entreprise.

Comparaison des performances des portefeuilles composés des meilleurs (Long) et pires (Short) profils ESG entre 2010 et 2020



Performance du portefeuille ESGLONGSHORT entre 2010 et 2020

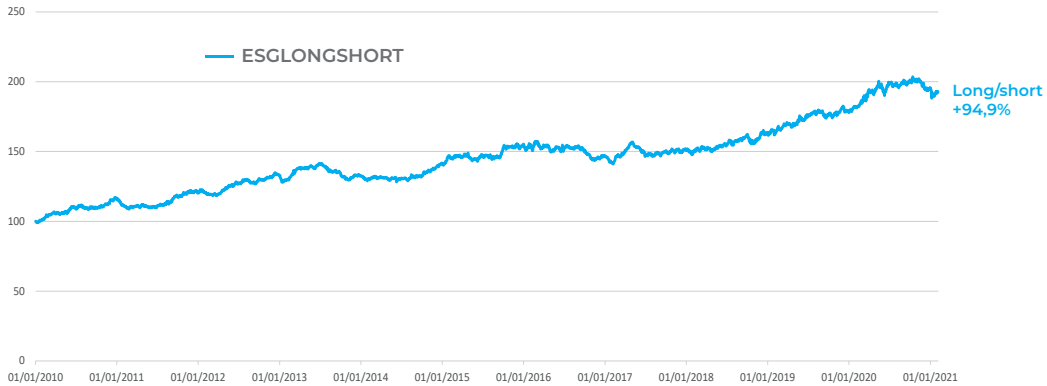


Tableau comparatif des performances annuelles des portefeuilles entre 2010 et 2020

Années	ESGLONG	ESGSHORT	ESGLONGSHORT
2010	38,49%	19,80%	15,81%
2011	-12,26%	-15,75%	4,33%
2012	27,50%	15,84%	10,01%
2013	26,58%	26,89%	-0,41%
2014	8,29%	0,95%	6,99%
2015	27,73%	16,81%	9,61%
2016	5,45%	11,82%	-5,37%
2017	22,38%	18,95%	2,85%
2018	-12,95%	-19,57%	8,23%
2019	33,80%	22,70%	8,83%
2020	12,37%	2,00%	9,54%

[3] Les portefeuilles ESGLONG, ESGSHORT et ESGLONGSHORT sont trois portefeuilles distincts. Les performances de ESGLONG et ESGSHORT sont présentées à titre indicatif. La performance du portefeuille ESGLONGSHORT ne peut pas être calculée à partir de la performance des deux portefeuilles ESGLONG et ESGSHORT. Le portefeuille ESGLONGSHORT est repondéré quotidiennement afin d'avoir une pondération systématique de 100 sur sa partie « *Long* » et de -100 sur sa partie « *Short* » afin de corriger les effets marchés et de conserver une exposition neutre. Ainsi les pondérations des entreprises ne sont pas exactement les mêmes entre les portefeuilles ESGLONGSHORT et ESGLONG et ESGSHORT ce qui entraine des performances légèrement différentes s'accumulant dans le temps.

Les résultats observés confirment les conclusions issues de notre première étude

Les critères ESG sont un facteur de contribution à la performance

On observe que le portefeuille *Long Short* dégage une performance positive de +94,9% entre 2010 et 2020, témoignant de la surperformance du portefeuille composé des meilleures notes ESG (*Long*) sur celui composé des moins bonnes (*Short*). En conséquence, nous pouvons affirmer que l'intégration des critères ESG est un facteur de performance de long terme.
On observe également que le portefeuille Long a surperformé le portefeuille Short, 9 années sur les 11 analysées, ce qui conforte notre conviction que l'ISR apporte de la performance dans différentes conditions de marché. C'est notamment le cas en 2020, une année de crise sanitaire mondiale où le portefeuille *Long/Short* affiche une performance de +9,5%.

Les critères ESG sont un facteur de contribution à la résilience

Lors de la forte baisse du premier trimestre 2020, le portefeuille *Long* a mieux résisté que le portefeuille Short, affichant respectivement des performances de de -23,7% et -30,3%, ainsi que des maximum *drawdown* respectifs de de -37,3%, et de -41,2%.
Si l'on exclut l'année 2020, les plus fortes baisses des portefeuilles *Long* et *Short* sont enregistrées en 2011 et en 2018. Au cours de ces deux périodes le portefeuille Long a également mieux résisté que le portefeuille *Short* avec des maximum *drawdown* respectifs de -24,8% contre -31,2% et de -20,7% contre -24,9%. On constate également que les performances annuelles du portefeuille *Long* sont supérieures à celles du portefeuille *Short* au cours des deux seules années de performance négative de notre période analysée.
Les critères ESG apparaissent dans cette étude également comme un facteur de résilience des entreprises en période de mouvements extrêmes des marchés à la baisse.

Les critères ESG contribuent à un meilleur ratio rendement risque

Le niveau de risque, mesuré par la volatilité, n'est pas statistiquement significativement différent entre le portefeuille *Long* (volatilité annualisée de 15,6%) et le portefeuille *Short* (volatilité annualisée de 14,6%). Cependant, la performance annualisée est significativement meilleure pour le portefeuille *Long* (+14,8%) que celle du portefeuille *Short* (+8,0%). Le rapport rendement risque est donc bien meilleur pour le portefeuille *Long* (0,95) que pour le portefeuille *Short* sur la période analysée. Le portefeuille composé des meilleures notes ESG est donc plus attractif car il génère davantage de performance pour un même niveau de risque.

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER - 53, AVENUE D'IENA - 75116 PARIS - TEL. : 01.47.23.90.90 - www.lfde.com
S.A. AU CAPITAL DE 10 105 300 € - SIREN 352 045 454 - R.C.S. PARIS - AGRÉMENT AMF N° 91004

Sources : La Financiere de l'Échiquier, Bloomberg. Données au 31/12/2020. Les performances 2020 sont calculées en rendement total (total return) du 31/12/2019 au 31/12/2020.

Avertissements : Les informations fournies dans cette analyse ne sont pas constitutives d'un conseil en investissement, d'une proposition d'investissement ou d'une incitation quelconque à opérer sur les marches financières. 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. Les critère ESG ne sont pas synonymes de performance ni de contraintes, 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.

Rappel méthodologique : L'étude intègre toutes les notations internes réalisées par l'équipe de gestion entre le 1er janvier 2010 et le 31 décembre 2020 soit un échantillon de 756 entreprises. Les notations concernent l'intégralité de la base des notations sans exclusion sectorielle ou normative. Depuis le 01/01/2019, sont pris en compte en plus des notations internes réalisées par l'équipe ISR, les notations ESG réalisées en intégration ESG , c'est-à-dire qu'une partie des notes E et S peuvent provenir d'agences de notation externes. Le programme d'intégration ESG lancé fin 2017 est maintenant stabilise. Le taux de couverture ESG de tous les portefeuilles dépasse 90%. Seules les notations inferieures à 3 ans sont prises en compte. Au-delà, la note ne reflète plus le profil de l'entreprise qui a pu substantiellement modifier ses pratiques ESG. Il s'agit d'entreprises cotées de toute taille de capitalisation européennes. Les portefeuilles sont créés et pondérés uniquement à partir du filtre des notes ESG, ils sont 100% investis, composés uniquement d'actions et rebalancés à échéance régulière (de 2010 à fin 2015, rebalancement annuel puis rebalancement trimestriel depuis le 01/01/2016). Aucun frais de gestion ni commissions annexes ne sont appliqués aux performances qui s'entendent dividendes réinvestis (Net Return).