

ISR & Performance

by LFDE

2019



LA FINANCIERE DE L'ÉCHIQUEUR

SOMMAIRE

| | |
|---|----|
| Préface..... | 3 |
| Principaux enseignements..... | 5 |
| Introduction | 7 |
| I. ISR et performance ne sont pas incompatibles, bien au contraire !..... | 9 |
| II. Pris séparément, les bons profils environnementaux, sociaux et de gouvernance sont vecteurs de performance..... | 33 |
| III. Le couple rendement-risque, favorable à l'ESG..... | 41 |
| Conclusions..... | 51 |
| Annexes : Méthodologie & Critères ESG..... | 53 |

PRÉFACE

Impossible d'ouvrir un journal ou de naviguer sur les réseaux sociaux sans que ne nous saute aux yeux la nécessité criante de **créer un nouvel écosystème plus équitable**, plus résilient et où l'air soit plus respirable. Le passage de la prise de conscience à l'acte est, quant à lui, plus délicat. Si les épargnants ont à cœur de contribuer à rendre le monde meilleur, l'appât du gain prend rapidement le dessus.

Mais, faut-il se résoudre à un sacrifice de performance lorsque l'on choisit d'investir de façon responsable ? Telle est (toujours) l'une des questions les plus largement débattues au sein de la gestion d'actifs. Dans l'imaginaire collectif, l'investissement responsable est resté figé à l'époque des *Quakers* ou des années 70, lorsque celui-ci se résumait à l'investissement éthique et à l'exclusion des "valeurs du péché". Depuis, le chemin parcouru par **l'investissement responsable** est considérable. Celui-ci est devenu **un formidable outil de gestion des risques** et un territoire riche en opportunités d'investissement.

Pionnière de l'investissement responsable en France, La Financière de l'Echiquier porte depuis l'origine une attention particulière à la gouvernance des entreprises. Au fond, notre métier ne consiste qu'à confier les capitaux de nos clients à des femmes et des hommes – les meilleurs dirigeants d'entreprise, soigneusement sélectionnés – qui les feront fructifier. Dès 2007, nous avons fait de notre démarche d'investisseur responsable un pilier de la politique de responsabilité sociale de La Financière de l'Echiquier. Cette démarche s'appuie sur une connaissance solide des entreprises, affinée par des années de rencontres et d'échanges, dont le socle est une méthodologie propriétaire d'**analyse des critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG)**.

Forts de nos douze années d'expérience dans le domaine de l'investissement responsable, nous nous sentons à la fois légitimes et désireux de **contribuer au débat sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et la performance**. Cette étude permet de documenter et d'argumenter notre conviction : ISR et performance ne sont pas incompatibles, bien au contraire ! Investir dans les entreprises dotées des meilleures notes ESG génère, sur la

durée, une performance supérieure à celles des grands indices, et supérieure également à l'investissement dans les entreprises dont les notes ESG sont moyennes ou faibles. D'autres conclusions sont plus surprenantes, nous vous laissons le soin de les découvrir.

A l'heure où l'intégration des critères ESG a le vent en poupe, cette effervescence ravit les convaincus de la première heure que nous sommes, tout en incitant à la prudence. Cette dynamique génère une offre pléthorique de nouveaux produits. Après des années de négligence des critères ESG, ce réveil brutal pourrait créer un afflux massif de capitaux vers les mêmes entreprises, au risque de voir leurs valorisations s'envoler. Ne perdons donc pas de vue que pour générer de bonnes performances, les critères ESG doivent nécessairement s'allier aux critères financiers.

Qu'avons-nous fait des conclusions de cette étude ? Nos fonds ISR, **Echiquier Major SRI Growth Europe** et **Echiquier Positive Impact**, investissent dans les entreprises qui bénéficient des meilleures notes ESG possibles, dans le respect de leur charte d'investissement et de celui de critères financiers. Ces dernières années, la note ESG moyenne de ces portefeuilles a évolué à la hausse, tirant les enseignements d'une première étude, réalisée en 2015 et dont les conclusions étaient similaires à celles que nous présentons aujourd'hui.

Notre volonté de déployer l'intégration des critères ESG à l'ensemble de nos fonds est l'un des objectifs que nous nous étions fixés fin 2017 pour donner un nouvel élan à ces conclusions. **Un objectif en passe d'être atteint.**

Notre engagement en faveur de l'investissement responsable n'a eu de cesse de s'intensifier. 2019 ne dérogera pas à cette règle d'or !



DIDIER LE MENESTREL
Président



SONIA FASOLO
Gérante ISR

ISR & performance by LFDE

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. Notre étude met en lumière la relation existant entre les entreprises ambitieuses sur le plan ESG et leur performance boursière. La grille de notation utilisée par La Financière de l'Echiquier (LFDE) et les pondérations de chaque critère permettent de dégager une tendance de création de valeur financière sur le long terme.

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 ESG, ainsi qu'à celles des indices boursiers. Le portefeuille des meilleurs profils ESG génère une performance **2,3 fois** supérieure sur 9 ans à celui des pires profils ESG.

2 E, S ou G ?

- Pris séparément, les bons profils ESG sont vecteurs de performance. Les portefeuilles constitués des meilleures notes Environnementales, des meilleures notes Sociales et des meilleures notes de Gouvernance surperforment les indices ainsi que les 3 portefeuilles constitués, selon la même approche, avec les moins bonnes notes.
- Le portefeuille constitué des meilleures notes sociales surperforme celui des meilleures notes environnementales et celui des meilleures notes de gouvernance. Sa performance reste néanmoins inférieure à celle du portefeuille des meilleures notes ESG.
- Les entreprises dotées de mauvaises notes de Gouvernance sont celles qui génèrent le moins de performance. **L'écart de performance** annuel moyen entre le portefeuille d'entreprise 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 supérieur** à celui des plus mauvaises notes ESG.

INTRODUCTION

Forts de notre engagement en faveur de l'investissement responsable depuis plus de 12 ans, nous souhaitons, par cette étude empirique, apporter des éléments de réponse concrets au débat récurrent sur la **compatibilité entre l'ISR et la création de performance**.

Objectif général de l'étude

Cette étude s'appuie intégralement sur la notation de près de 500 entreprises réalisées ces 9 dernières années par l'équipe ISR de La Financière de l'Echiquier (LFDE), selon sa méthodologie d'analyse ESG propriétaire (voir p.53). Cette étude consiste à évaluer et comparer les performances de portefeuilles d'actions fictifs constitués avec un seul critère, leur note ESG. Une première étude menée en 2015 (à usage interne) avait déjà cherché à analyser la relation entre les notations ESG et la performance des entreprises. Les résultats s'étaient révélés probants. En 2018, avec la contribution de l'équipe de gestion des risques de LFDE, nous avons pu renforcer l'analyse des données et approfondir l'étude d'un point de vue statistique grâce à un historique plus long.

Par cette étude, LFDE entend contribuer aux réflexions de Place et au débat, maintes fois alimenté par la recherche académique et les fournisseurs de données extra-financières, sur la question de l'ISR et de la performance. Notre volonté est d'apporter des arguments en faveur de la création de valeur inhérente à l'**intégration de critères extra-financiers à l'analyse fondamentale des entreprises**. Cette étude a le mérite de démontrer la pertinence de l'approche propriétaire de LFDE. Au-delà de cette conclusion attachée à notre méthodologie, nous sommes convaincus que l'implication est plus vaste et qu'elle met en lumière l'**impact positif**, sur l'investissement, de l'extension de l'analyse fondamentale aux critères extra-financiers.

Cette étude, réalisée grâce à nos ressources internes, par les équipes de gestion des risques et ISR, s'étend sur 9 ans (du 01/01/2010 au 31/12/2018). Elle prend en compte l'intégralité des notes Environnementales, Sociales et de Gouvernance des entreprises de la base de données de LFDE.

Notre méthode de notation extra-financière (ESG)

Depuis début 2018, tous nos fonds s'inscrivent dans le cadre d'une politique d'intégration ESG qui vise à impliquer les analystes et les gérants dans la notation ESG des valeurs

présentes dans leurs portefeuilles. Au sein de nos fonds ISR, la notation ESG est réalisée par l'équipe ISR et a un impact direct sur la sélection des entreprises dans les fonds ISR.

Notre équipe ISR a donc noté toutes les entreprises investies dans les fonds ISR, mais aussi celles qui ont été "investissables" ou pour lesquelles les gérants ont manifesté un intérêt. L'échantillon de valeurs notées ces 9 dernières années comprend ainsi près de 500 entreprises.

Chaque notation est réalisée après un travail approfondi accompli par nos analystes, sans recours à des agences de notation extra-financière. Chaque critère des piliers Environnement, Social et Gouvernance est scruté et nous rencontrons systématiquement les entreprises afin d'affiner nos analyses (voir la note méthodologique, p. 53).

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

Les entreprises dotées de bons profils Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) génèrent une performance à long terme supérieure à celle des entreprises ayant les moins bons profils ESG et supérieure aux grands indices. Telle est l'une des principales conclusions de notre étude sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et la performance menée sur 9 ans.

C'est une confirmation davantage qu'une surprise, car nous sommes depuis longtemps convaincus que **l'intégration de critères extra-financiers dans l'analyse fondamentale des entreprises est source de performance à long terme**. Les risques extra-financiers ont très souvent des conséquences financières directes, comme, par exemple, des coûts opérationnels ou de crédit plus élevés ; ou indirectes, comme les risques réputationnels qui amoindrissent la valeur d'une marque... Les entreprises qui gèrent correctement leurs risques extra-financiers disposent le plus souvent d'une bonne gestion de leurs risques. Elles bénéficient également de marges plus élevées, d'un coût du capital plus faible et de multiples de valorisation supérieurs à ceux de leurs pairs*.

Par critères extra-financiers, nous entendons notamment :

- **les critères environnementaux** : le déploiement d'une politique environnementale, les évolutions des métriques environnementales (consommation d'énergie, d'eau, émissions de CO2, gestion des déchets), l'impact environnemental des produits et des services commercialisés.
- **les critères sociaux** : la capacité à attirer et à fidéliser les talents, la satisfaction et la protection des salariés au travail, la gestion des restructurations, l'impact social des produits, les relations avec la société civile.
- **les critères de gouvernance** : la qualité du management, l'équilibre des pouvoirs, l'existence d'un bon alignement d'intérêts, le respect des actionnaires minoritaires, l'évaluation des risques extra-financiers.

L'analyse de ces critères se traduit par l'attribution d'une note échelonnée, selon la méthodologie de La Financière de l'Echiquier, de 0 à 10. Cette note ESG globale est constituée d'une note de Gouvernance (≈60% de la note), d'une note Environnementale (≈20% de la note s'il s'agit d'une société industrielle, ≈15%, s'il s'agit d'une société de

* Foundations of ESG investing - Part 1 : How ESG affects equity valuation, risk and performance, MSCI, novembre 2017

service) et d'une note Sociale ($\approx 20\%$ de la note s'il s'agit d'une société industrielle, $\approx 25\%$ s'il s'agit d'une société de service).

Les multiples analyses ESG réalisées par l'équipe ISR ces 9 dernières années ont permis de constituer une base de données de près de 500 notes, sans cesse enrichie, source de notre étude.

La méthode à laquelle nous avons eu recours pour cette première partie s'appuie sur la constitution de portefeuilles d'actions fictifs. L'unique critère de sélection des entreprises est leur note ESG, à la date de constitution ou de rebalancement du portefeuille, selon la méthode décrite plus haut. Rappelons que la décision de l'équipe ISR d'évaluer et noter une entreprise est déclenchée par l'intérêt manifesté par un membre de l'équipe de gestion pour une entreprise.

Présentation des portefeuilles

Nous avons effectué l'analyse des données en constituant des portefeuilles d'actions d'entreprises principalement européennes, une approche fidèle au cœur d'expertise de la gestion de LFDE. Nous avons expérimenté deux angles d'approche.

• 2 portefeuilles qui regroupent les meilleures notes («TOP 40») et les plus mauvaises («FLOP 40»)

Nous avons cherché à distinguer la performance de deux portefeuilles opposés, représentant d'une part les 40 meilleures notes de notre univers, et d'autre part, les 40 plus mauvaises. L'objectif est de comparer leurs performances, en constituant deux portefeuilles fictifs dont la concentration, similaire à celle de nos fonds actions traditionnels, caractérise la gestion de conviction de La Financière de l'Echiquier.

- le portefeuille TOP 40 concentre les 40 meilleures notes ESG de notre base de données
- le portefeuille FLOP 40 concentre les 40 plus mauvaises notes ESG de notre base de données

Le score ESG moyen peut varier significativement. En 2010, par exemple, les notes du portefeuille TOP 40 étaient comprises entre 8,9 et 7,0/10, alors qu'en 2018, elles se situaient entre 8,5 et 7,6/10.

• 3 portefeuilles (« Engagés », « Intermédiaires » et « Retardataires »)

Pour obtenir un angle de vue différent, nous avons scindé en trois l'intégralité des notes de notre base de données en fonction de la valeur de la note ESG des entreprises. De cette façon, les portefeuilles sont constitués d'un nombre différent d'entreprises. Ce nombre varie dans le temps, contrairement aux deux portefeuilles précédents dont le nombre de lignes est fixe.



Les 3 portefeuilles à la loupe :

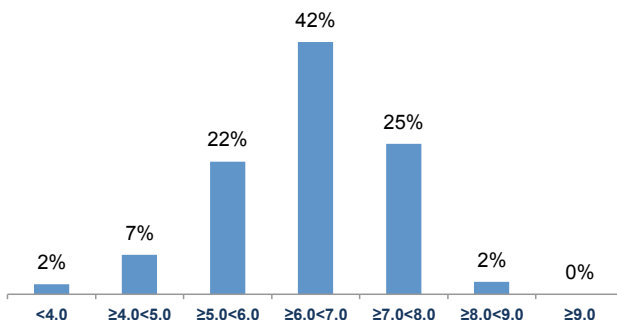
- le portefeuille **Engagés** est composé des notes ESG strictement supérieures à 7/10. Selon notre expérience, une entreprise dont la note dépasse 7/10 possède en effet un excellent profil ESG.
- le portefeuille **Intermédiaires** est composé des notes comprises entre 6 et 7/10 (supérieures ou égales à 6/10, et inférieures ou égales à 7/10). Le seuil de 6/10 est celui de la note minimale tolérée dans l'un des fonds ISR de LFDE. Nous considérons qu'en-deçà, l'entreprise dispose d'un positionnement insuffisant pour être éligible dans nos fonds ISR.
- le portefeuille **Retardataires** est composé de toutes les notes strictement inférieures à 6/10.

Les bornes de notes ESG ne varient pas, contrairement aux portefeuilles TOP 40 et FLOP 40. En revanche, le nombre de lignes investies dans chaque portefeuille évolue dans le temps. Cette classification reste toutefois assez homogène et les portefeuilles sont équipondérés. Sur les trois dernières années, le portefeuille Engagés a compris en moyenne 57 titres, le portefeuille Intermédiaires 74, et le portefeuille Retardataires 42.

Les trois portefeuilles sont donc bien diversifiés et moins concentrés que les portefeuilles TOP 40 et FLOP 40, sur la période.

• Répartition des notes ESG

Le graphique ci-dessous illustre la répartition de l'intégralité des notes ESG de notre base de données à fin 2018. Nous constatons une forte proportion de notes comprises entre 6 et 7/10, ce qui explique pourquoi le portefeuille **Intermédiaires** est composé de davantage de lignes que les deux autres portefeuilles.



Source : La Financière de l'Echiquier. Données au 31/12/2018

Comme pour les portefeuilles TOP 40 et FLOP 40, les portefeuilles sont construits grâce au filtre de notes ESG uniquement. Aucun filtre financier n'est appliqué. Il existe en revanche un biais de sélection, sur lequel nous reviendrons, car pour qu'une valeur soit notée par l'équipe ISR, sa présélection par un membre de l'équipe de gestion de LFDE est nécessaire. Les notes prises en compte sont celles qui ont été réalisées depuis moins de 3 ans. Nous estimons qu'au-delà, la note n'est plus suffisamment à jour et qu'il existe un risque qu'elle ne reflète plus la réalité. Pour les valeurs investies, les notations d'entreprises sont mises à jour tous les deux ans, ce qui procure une excellente acuité sur la dynamique et le positionnement 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 (le dernier jour de chaque trimestre).

Performances des portefeuilles

Les meilleurs portefeuilles ESG, TOP 40 et Engagés, délivrent les meilleures performances dans la durée, quels que soient les indices ou les portefeuilles avec lesquels on les compare.

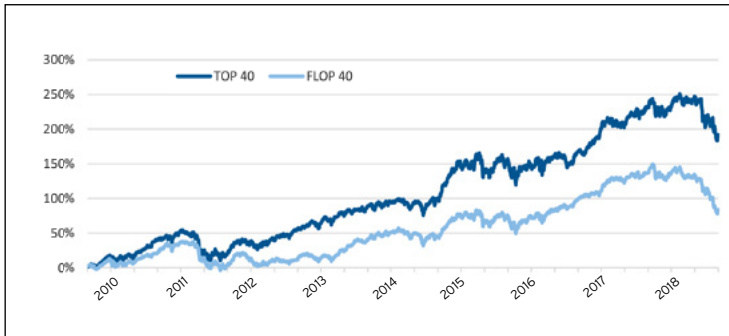
L'élément qui peut surprendre provient de la performance des portefeuilles dotés des pires notes ESG, bien moins médiocres qu'attendu. Une observation qui appelle deux remarques.

En premier lieu, les portefeuilles composés des mauvais élèves "bénéficient" du biais de sélection précédemment évoqué. *De facto*, même si aucun filtre financier n'est appliqué dans la construction des portefeuilles, les valeurs de notre base de données ont subi une sélection "invisible" des gérants. Les gérants et analystes appliquent des *screenings* financiers pour présélectionner les valeurs au sein de l'univers des actions européennes. Les rencontres avec les entreprises et l'évaluation plus approfondie de leur *business model*, leur permettent de se forger un avis plus circonstancié sur la valeur.

Deuxièmement, les portefeuilles des valeurs les moins bien notées, FLOP 40 et Retardataires, sont composés majoritairement de *Small cap*. Il est donc pertinent de comparer leurs performances à celles de l'indice MSCI Europe Small Cap (voir 2^e partie suivante). Nous constatons que sur la période analysée, ces portefeuilles ne battent pas l'indice.



Comparaison : TOP 40 vs. FLOP 40



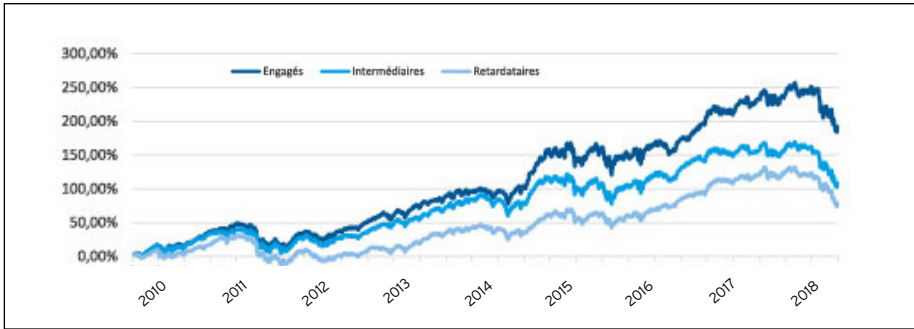
| Période | TOP 40 | FLOP 40 |
|----------------------------|---------------|--------------|
| 2010 | 39,5% | 21,3% |
| 2011 | -13,7% | -14,3% |
| 2012 | 28,6% | 7,3% |
| 2013 | 22,2% | 26,4% |
| 2014 | 5,5% | 2,7% |
| 2015 | 28,3% | 20,6% |
| 2016 | 4,3% | 13,7% |
| 2017 | 24,5% | 19,4% |
| 2018 | -12,2%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

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018.

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

Le portefeuille TOP 40, composé des bons profils ESG, génère une performance plus de deux fois supérieure à celle du FLOP 40, qui représente les mauvais profils ESG, sur la période analysée. Le TOP 40 a battu le FLOP 40 sept fois sur les 9 années.

Comparaison : Engagés vs. Intermédiaires vs. Retardataires



| Période | Engagés | Intermédiaires | Retardataires |
|---------------------|---------|----------------|---------------|
| 2010 | 35,6% | 32,8% | 17,7% |
| 2011 | -13,5% | -15,9% | -20,8% |
| 2012 | 27,9% | 21,1% | 15,0% |
| 2013 | 26,4% | 27,7% | 26,3% |
| 2014 | 7,3% | 4,2% | 0,1% |
| 2015 | 28,5% | 15,0% | 20,6% |
| 2016 | 4,5% | 11,1% | 12,9% |
| 2017 | 21,9% | 11,7% | 19,5% |
| 2018 | -12,2% | -18,7% | -19,0% |
| Performance cumulée | 192,4% | 108,8% | 78,8% |

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

La trajectoire de chaque portefeuille est frappante. La corrélation quasi linéaire entre la note ESG et la performance du portefeuille apparaît nettement dans la durée. Le portefeuille Engagés offre de meilleures performances que le portefeuille Intermédiaires qui lui-même a de meilleures performances que le portefeuille Retardataires sur les 9 années de l'étude.

Plus la note ESG est élevée, plus la performance réalisée sur longue période semble forte. Nous estimons la génération d'un écart de performance supplémentaire de 3,6% par an en moyenne, d'un investissement dans le portefeuille Intermédiaires (note ESG moyenne du portefeuille à 6,3/10) plutôt que Retardataires (note ESG moyenne du portefeuille à 5,4/10) et 6,5% par an en moyenne d'un investissement dans le portefeuille Engagés (note ESG moyenne du portefeuille à 7,4/10) plutôt qu'Intermédiaires, ce qui correspond à une augmentation d'environ un point de la note ESG moyenne.



Performance des portefeuilles vs indices boursiers

Afin de tester l'existence d'un biais de taille, de style ou de méthode, nous avons comparé les performances de chacun de nos portefeuilles avec un ensemble d'indices boursiers.

Les indices MSCI sélectionnés sont communément utilisés par les gérants d'actifs pour leur robustesse. Ce sont aussi les indices de référence de la plupart des fonds de La Financière de l'Echiquier. Les portefeuilles étant quasi exclusivement composés de valeurs européennes, les indices choisis sont européens. Enfin, ils sont exprimés en *Net Return*, dividendes réinvestis avec prise en compte des impôts sur ces dividendes, tout comme nos portefeuilles fictifs.

• Le biais de taille

Ce biais, testé par la comparaison avec le MSCI Europe Small Cap, pourrait apparaître lorsqu'un portefeuille est plus exposé que son indice à des entreprises dont les tailles de capitalisation sont très différentes. Ainsi, en cas de surperformance de l'indice *Small Cap* par rapport à un indice de grandes capitalisations, les portefeuilles les plus exposés aux petites capitalisations devraient davantage performer que les autres. Nous constatons que ce n'est pas le cas.

• Le biais de style

Testé par la comparaison avec le MSCI Europe Growth, ce biais apparaît lorsqu'un portefeuille est plus exposé que son indice à des entreprises de croissance (*Growth*). Il est vrai que parmi les entreprises dotées de bonnes notes ESG, se trouve une proportion élevée de valeurs de croissance. En cas de surperformance de l'indice *Growth* par rapport aux autres indices, les portefeuilles les plus exposés aux entreprises de croissance devraient donc davantage performer que les autres. Nos portefeuilles sont dans l'ensemble plutôt équilibrés et, surtout, délivrent des performances bien supérieures à l'indice croissance évoqué. En d'autres termes, la bonne performance des portefeuilles constitués des meilleures notes ne peut pas être intégralement imputée à leur surpondération en valeurs de croissance.

• Le biais de méthode

Nous avons souhaité comparer les portefeuilles fictifs avec un indice ISR.

L'idée est de comparer l'approche d'analyse extra-financière de LFDE avec une autre méthodologie. Nous constatons ici aussi que les portefeuilles des meilleures notes surperforment significativement l'indice MSCI Europe SRI. Les portefeuilles composés des mauvais scores ESG Flop 40 et Retardataires sous-performent quant à eux cet indice.

Comparaison : TOP 40 vs. FLOP 40 vs. 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.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Comme énoncé, le portefeuille TOP 40 bat l'intégralité des indices sur l'ensemble de la période. Le portefeuille FLOP 40 bat uniquement le MSCI Europe sur 9 ans. Il ne bat en revanche pas l'indice *Small Cap*, alors même qu'il s'agit du portefeuille avec la proportion de *Small Cap* la plus importante.

En observant le tableau illustrant la décomposition annuelle des performances *Net return* ci-dessus, il apparaît que chaque année, le portefeuille des meilleures notes bat celui des mauvaises, à deux exceptions près, 2013 et 2016, des années lors desquelles le style *Value* a été plus performant que le style *Growth*. Un élément visible que révèle la comparaison de la performance du MSCI Europe Growth et celle du MSCI Europe.

De nombreuses recherches empiriques ont démontré que les entreprises de croissance sont davantage représentées dans les fonds ISR : elles ne peuvent négliger les aspects ESG pour leur réussite et disposent de plus de moyens nécessaires pour déployer des politiques ambitieuses dans ces domaines. Les entreprises décotées ou en restructuration, c'est-à-dire des entreprises *Value*, peuvent au contraire laisser souffrir certains éléments sociaux et/ou environnementaux.

Enfin, le biais supposé de la taille de capitalisation ne se confirme pas. Comme nous l'avons précisé, le poids important de *Small Cap* dans les fonds dotés des plus mauvais profils ESG, aurait dû mécaniquement avantager leur performance, car c'est le MSCI Europe Small Cap qui est le meilleur performeur des indices sur la période d'analyse. Or, le portefeuille FLOP 40 qui possède pourtant plus de 57% en moyenne de petites



capitalisations (*Small cap*), sous-performe l'indice de référence MSCI Europe Small Cap et le TOP 40. En effet, la poche *Small cap* ne performe que de 43% (cf. tableau ci-dessous) sur les 9 années de l'étude, soit trois fois moins que la performance de l'indice MSCI Europe Small Cap sur la même période.

Sont comparés dans les tableaux ci-dessous les poids moyens et la performance totale de chaque poche de capitalisation du TOP 40 et FLOP 40. Le constat est frappant. Les *Small cap* ont connu une performance deux fois plus faible dans le portefeuille FLOP 40 que dans le TOP 40.

| TOP 40 | Poids moyen 2010-2018 | Performance Totale |
|------------------|-----------------------|--------------------|
| <i>Large Cap</i> | 66% | 198% |
| <i>Mid Cap</i> | 12% | 207% |
| <i>Small Cap</i> | 22% | 102% |

| FLOP 40 | Poids moyen 2010-2018 | Performance Totale |
|------------------|-----------------------|--------------------|
| <i>Large Cap</i> | 36% | 146% |
| <i>Mid Cap</i> | 8% | 124% |
| <i>Small Cap</i> | 57% | 43% |

Source : La Financière de l'Echiquier et Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Nous pouvons donc conclure que les mauvaises performances du FLOP 40 sont en grande partie imputables à la mauvaise note ESG et non à la taille de capitalisation, car sur la même période, le MSCI Europe Small Cap a réalisé une performance de 141%, soit plus du triple de celle réalisée par la poche *Small Cap* du portefeuille FLOP 40.

Comparaison : Engagés vs. Intermédiaires vs. Retardataires vs. indices boursiers

| Période | Engagés | Intermédiaires | Retardataires | MSCI EUROPE | MSCI EUROPE SRI | MSCI EUROPE GROWTH | MSCI EUROPE SMALL CAP |
|---------------------|---------|----------------|---------------|-------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| 2010 | 35,6% | 32,8% | 17,7% | 11,1% | 11,6% | 18,0% | 29,9% |
| 2011 | -13,5% | -15,9% | -20,8% | -8,1% | -5,1% | -6,7% | -17,4% |
| 2012 | 27,9% | 21,1% | 15,0% | 17,3% | 18,6% | 17,9% | 27,0% |
| 2013 | 26,4% | 27,7% | 26,3% | 19,8% | 24,4% | 18,2% | 33,4% |
| 2014 | 7,3% | 4,2% | 0,1% | 6,8% | 6,0% | 8,0% | 6,5% |
| 2015 | 28,5% | 15,0% | 20,6% | 8,2% | 14,8% | 15,9% | 23,5% |
| 2016 | 4,5% | 11,1% | 12,9% | 2,6% | 0,1% | -2,2% | 0,9% |
| 2017 | 21,9% | 11,7% | 19,5% | 10,2% | 11,1% | 12,3% | 19,0% |
| 2018 | -12,2% | -18,7% | -19,0% | -10,6% | -7,3% | -9,5% | -15,9% |
| Performance cumulée | 192,4% | 108,8% | 78,8% | 67,8% | 96,1% | 90,8% | 141,4% |

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

Avec la deuxième approche (répartition des notes en 3 portefeuilles), les conclusions sont assez similaires. Le portefeuille Retardataires est battu par tous les indices sauf le MSCI Europe. Le portefeuille Intermédiaires bat tous les indices sauf le MSCI Europe Small Cap. Le portefeuille Engagés, des notes ESG supérieures à 7/10 bat tous les indices ainsi que les autres portefeuilles fictifs.

Nous constatons le même retournement des performances en 2013 et 2016, avec la surperformance de la gestion *Value* sur la gestion *Growth*. L'écart constaté en 2013 entre le portefeuille Engagés et Retardataires est toutefois moindre que celui existant entre le TOP 40 et le FLOP 40. L'effet de diversification a sans doute permis une meilleure dilution de l'effet de style sur le portefeuille Engagés par rapport au TOP 40. Nous constatons également que les portefeuilles ont globalement sous-performé les indices en 2011.

Tout comme notre conclusion relative au biais de taille pour les portefeuilles TOP et FLOP, nous constatons que seul le portefeuille Engagés surperforme l'indice MSCI Europe Small Cap alors qu'il est le moins exposé aux *Small Cap* et que les *Small Cap* ont pourtant délivré de meilleures performances sur la période.

La conclusion se confirme : les bons profils ESG battent les mauvais. L'analyse des biais nous permet de confirmer que les notes ESG jouent un rôle majeur dans la création de performance.

Comparaison : tous les portefeuilles vs indices boursiers

De concert, les portefeuilles TOP 40 et Engagés surperforment significativement l'ensemble des indices de référence ainsi que les autres portefeuilles fictifs.

Leurs performances sont très proches : le TOP 40 a généré une performance de +191,7% de performance sur 9 ans et le portefeuille Engagés a délivré une performance de +192,4% sur la même période. Ils ont, *de facto*, un grand nombre de valeurs en commun.

Quelle que soit la stratégie des portefeuilles ESG construits, investir dans les entreprises dotées des meilleures notes ESG génère, sur longue période, un écart de performance significatif par rapport aux principaux indices boursiers.



Caractéristiques des portefeuilles

L'analyse des tailles de capitalisation révèle que les portefeuilles sont équilibrés avec une prépondérance pour les *Large Cap* (capitalisation boursière supérieure à 5 milliards d'euros). En revanche, les portefeuilles ont des biais géographiques très marqués. Ils sont aussi un peu moins diversifiés d'un point de vue sectoriel que les indices de référence. Au fil du temps, la diversification s'est améliorée, en raison d'un volume d'entreprises notées plus important en 2018 qu'en 2010.

• Au niveau géographique

Une tendance se dégage : l'exposition aux entreprises françaises est prépondérante, alors qu'elles ne représentent qu'environ 18% de l'indice de référence MSCI Europe fin 2018 (voir tableau). Deux facteurs peuvent expliquer cet écart. D'une part, la théorie de « l'habitat préféré » de Modigliani semble s'appliquer. LFDE est une maison de gestion française composée de gérants majoritairement français. La tendance naturelle consiste donc à investir davantage dans des entreprises domestiques, mieux connues et pour lesquelles l'accès au management est plus simple. Rappelons que les notations réalisées par l'équipe ISR concernent prioritairement les valeurs qui présentent un intérêt (*watchlist*) pour les gérants des fonds. Il y a donc un lien étroit entre la décision d'investissement, ou l'apparition d'une entreprise dans l'univers d'investissement, et la décision de les analyser sous l'angle ESG.

D'autre part, les entreprises françaises sont davantage impliquées dans la RSE que leurs voisines européennes. Cela peut se voir dans la pondération de la France dans le MSCI Europe SRI fin 2018 à près de 25% (voir tableau), supérieure à celle de l'indice MSCI Europe. Très tôt, avec les lois Grenelle et de Transition énergétique, une plus grande transparence sur les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance a été imposée aux entreprises françaises. De cette transparence accrue découle une matière plus riche pour l'analyse ESG, mais également une incitation supplémentaire pour les entreprises à mettre en œuvre des politiques et actions adéquates.

| Poids moyen fin 2018 | MSCI Europe | MSCI Europe SRI |
|----------------------|--------------|-----------------|
| Royaume-Uni | 27,1% | 15,8% |
| France | 17,8% | 24,9% |
| Allemagne | 14,1% | 19,8% |
| Suisse | 13,9% | 12,2% |

Source : MSCI. Données au 31/12/2018

• Au niveau sectoriel

Les poids sont stables et équilibrés, même si la consommation discrétionnaire se détache, alors qu'elle ne représente que près de 9% des indices MSCI Europe et MSCI Europe SRI, en moyenne fin 2018 (voir tableaux). Ce secteur proche du consommateur final subit davantage de pression sur sa communication environnementale et sociale. LFDE a historiquement peu investi dans les valeurs financières et énergétiques qui représentent plus du quart des deux indices à fin 2018 à la fois pour des raisons financières et pour les risques extra-financiers majeurs qu'elles présentent. Ceci explique leur sous-pondération.

Les secteurs représentés reprennent la classification *Global Industry Classification Standard* (GICS), une classification économique conçue et maintenue par MSCI et S&P à destination du secteur financier.

| Poids moyen fin 2018 | MSCI Europe | MSCI Europe SRI |
|-------------------------------|-------------|-----------------|
| Finance | 18,9% | 17,7% |
| Consommation de base | 14,1% | 12,7% |
| Soins de santé | 13,1% | 14,3% |
| Industrie | 12,9% | 11,5% |
| Conso. discrétionnaire | 9,1% | 9,3% |
| Energie | 8,3% | 10,1% |
| Matériaux | 7,5% | 6,9% |
| Services de communication | 5,3% | 7,2% |
| Technologies de l'information | 5,2% | 5,3% |
| Services aux collectivités | 4,2% | 3,6% |
| Immobilier | 1,5% | 1,6% |

Source : MSCI. Données au 31/12/2018

• Les tailles de capitalisation

Les portefeuilles dotés des meilleurs profils ESG sont très exposés aux *Large cap* (capitalisation boursière supérieure à 5 milliards d'euros), faiblement exposés aux *Mid cap* (capitalisation entre 2 et 5 milliards d'euros) et encore moins aux *Small cap* (capitalisation inférieure à 2 milliards d'euros). A l'inverse, les portefeuilles ayant les plus mauvaises notes ESG sont plus exposés aux plus petites capitalisations. Le MSCI Europe a une capitalisation moyenne de 18 milliards d'euros. Le MSCI Europe Small cap a une capitalisation moyenne de 1,2 milliard d'euros*.

* Source : MSCI. Données au 31/12/2018.



Nous expliquons ce phénomène par le fait que les grandes capitalisations ont davantage les moyens de former une équipe RSE, de calculer des indicateurs environnementaux et sociaux et d’être transparentes sur ces aspects. Elles subissent également une plus grande pression que les plus petites entreprises pour atteindre les standards de gouvernance exigeants. C’est ce qui explique que les entreprises de grande capitalisation ont en moyenne des notes ESG supérieures à celles des petites capitalisations. Toutefois, l’équipe ISR de LFDE dépasse ce problème de transparence lié à la taille pour noter les *Small cap* en rencontrant les managements afin d’échanger avec eux sur ces sujets.

Les portefeuilles à la loupe

Le TOP 40 à la loupe

- Exposition géographique

| TOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| France | 52,5% | 40,0% | 48,4% |
| Royaume-Uni | 12,5% | 15,0% | 11,2% |
| Danemark | 7,5% | 5,0% | 8,5% |
| Allemagne | 5,0% | 5,0% | 8,3% |
| Pays-Bas | 0,0% | 12,5% | 4,7% |
| Suisse | 5,0% | 5,0% | 4,7% |
| Suède | 5,0% | 0,0% | 2,6% |
| Italie | 0,0% | 5,0% | 2,4% |
| Autriche | 2,5% | 0,0% | 2,3% |
| Belgique | 2,5% | 0,0% | 2,2% |
| Espagne | 2,5% | 2,5% | 1,8% |
| Irlande | 0,0% | 7,5% | 1,7% |
| Finlande | 2,5% | 0,0% | 0,9% |
| Turquie | 2,5% | 0,0% | 0,3% |
| Etats-Unis | 0,0% | 2,5% | 0,1% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Nous constatons en moyenne, une surpondération significative de la France, sur la période. Près de 50% des titres du portefeuille sont des entreprises françaises. S’il s’est réduit en 2018, le poids de la France reste important (40% au 31/12/2018).

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

• Exposition sectorielle

| TOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Industrie | 25,0% | 17,5% | 19,7% |
| Consommation discrétionnaire | 22,5% | 17,5% | 17,7% |
| Matériaux | 15,0% | 12,5% | 15,8% |
| Technologies de l'information | 7,5% | 32,5% | 13,5% |
| Consommation de base | 15,0% | 10,0% | 9,8% |
| Soins de santé | 2,5% | 7,5% | 8,2% |
| Services de communication | 7,5% | 0,0% | 8,0% |
| Finance | 2,5% | 2,5% | 6,2% |
| Immobilier | 2,5% | 0,0% | 0,6% |
| Energie | 0,0% | 0,0% | 0,5% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

L'exposition sectorielle se révèle plus équilibrée que la répartition géographique. L'industrie représente en moyenne moins de 20% du portefeuille, suivie de près par les secteurs de la consommation discrétionnaire, à près de 18%, et des matériaux pour environ 16%.

Nous pouvons constater que le profil du portefeuille change récemment. En 2018, l'exposition aux Technologies de l'information est prépondérante à près de 30% du portefeuille.

• Répartition par taille de capitalisation

| TOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-----------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Large Cap | 32,5% | 72,5% | 65,7% |
| Mid Cap | 15,0% | 15,0% | 11,9% |
| Small Cap | 52,5% | 12,5% | 22,4% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

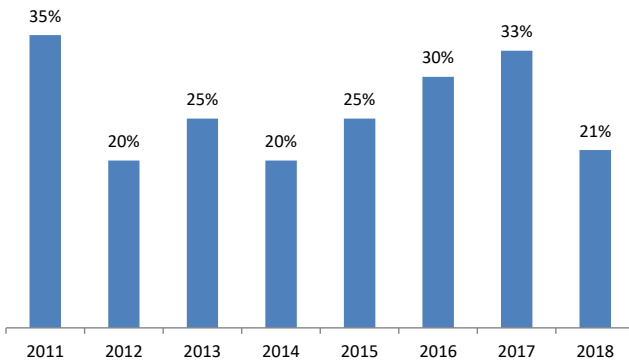
Comme indiqué plus haut, ce portefeuille de bonnes notes ESG est composé en moyenne à hauteur des deux tiers de titres *Large cap*. Le poids des *Large cap* augmente depuis 2010.



- Taux de rotation du portefeuille TOP 40

Nous avons effectué le calcul du taux de rotation du portefeuille, afin de vérifier si les mouvements de titres n'induisaient pas un rythme de rotation trop élevé, peu compatible avec l'approche de long terme d'un investisseur socialement responsable.

Le taux de rotation est calculé par le nombre de mouvements dans le portefeuille divisé par le nombre total de lignes, soit 40, à chaque rebalancement.



Source : MSCI. Données au 31/12/2018

Nous en avons tiré deux constats :

- Depuis 2010, le taux de rotation moyen du portefeuille est de 26%. La durée moyenne de détention d'un titre est donc de quatre ans, ce qui peut être considéré comme du long terme pour l'investissement en actions.
- Le taux de rotation est en hausse entre 2015 et 2017, années lors desquelles l'équipe ISR de La Financière de l'Echiquier s'est étoffée. Le nombre d'entreprises notées a donc fortement augmenté, les analyses ont été renouvelées et de nouvelles entreprises ont enrichi la base de données. Le taux de rotation est néanmoins resté raisonnable, autour de 30%.

Le FLOP 40 à la loupe

• Exposition géographique

| FLOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| France | 70,0% | 35,0% | 57,3% |
| Allemagne | 12,5% | 7,5% | 12,3% |
| Suisse | 2,5% | 2,5% | 8,7% |
| Royaume-Uni | 2,5% | 15,0% | 6,2% |
| Suède | 2,5% | 15,0% | 2,7% |
| Italie | 5,0% | 2,5% | 2,1% |
| Espagne | 2,5% | 5,0% | 1,8% |
| Belgique | 0,0% | 2,5% | 1,8% |
| Pays-Bas | 2,5% | 0,0% | 1,7% |
| Etats-Unis | 0,0% | 2,5% | 1,7% |
| Autres | 0,0% | 12,5% | 3,7% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

La surpondération de la France est encore plus marquée, près de 58% en moyenne des entreprises du portefeuille sont françaises. L'éventail des pays représentés est néanmoins plus large.

• Exposition sectorielle

| FLOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Industrie | 22,5% | 32,5% | 25,7% |
| Consommation discrétionnaire | 17,5% | 12,5% | 16,7% |
| Services de communication | 10,0% | 12,5% | 11,2% |
| Matériaux | 10,0% | 5,0% | 11,2% |
| Consommation de base | 7,5% | 10,0% | 7,7% |
| Technologies de l'information | 12,5% | 7,5% | 7,5% |
| Soins de santé | 2,5% | 15,0% | 6,7% |
| Immobilier | 10,0% | 2,5% | 4,8% |
| Finance | 5,0% | 0,0% | 4,2% |
| Services aux collectivités | 2,5% | 0,0% | 3,2% |
| Energie | 0,0% | 2,5% | 1,3% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018



Le secteur industriel représente en moyenne plus du quart du portefeuille sur 9 ans. La surreprésentation des valeurs industrielles dans le portefeuille des "mauvais élèves" peut s'expliquer par deux raisons : les entreprises industrielles sont plus sujettes aux controverses sociales et environnementales, et leur positionnement relatif est souvent moins bon.

• Répartition par taille de capitalisation

| FLOP 40 | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| <i>Large Cap</i> | 20,0% | 30,0% | 35,7% |
| <i>Mid Cap</i> | 5,0% | 15,0% | 7,7% |
| <i>Small Cap</i> | 75,0% | 55,0% | 56,6% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Comme évoqué, ce portefeuille d'entreprises dotées de mauvaises notes ESG est exposé, en moyenne sur la période, aux *Small cap* à plus de 56%.

Le portefeuille Engagés à la loupe

• Exposition géographique

| Engagés | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|---------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| France | 62,2% | 40,8% | 46,9% |
| Royaume-Uni | 8,9% | 18,4% | 12,9% |
| Allemagne | 2,2% | 4,1% | 8,4% |
| Danemark | 6,7% | 6,1% | 5,7% |
| Suisse | 4,4% | 4,1% | 5,3% |
| Pays-Bas | 0,0% | 10,2% | 4,1% |
| Suède | 2,2% | 0,0% | 3,2% |
| Espagne | 2,2% | 2,0% | 2,4% |
| Irlande | 0,0% | 6,1% | 2,4% |
| Italie | 0,0% | 4,1% | 2,1% |
| Autres | 11,0% | 4,0% | 6,6% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Le même biais « France » est perceptible.

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

• Exposition sectorielle

| Engagés | Poids début 01/01/2010 | Poids fin 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|
| Industrie | 24,4% | 18,4% | 21,1% |
| Consommation discrétionnaire | 26,7% | 16,3% | 19,0% |
| Technologies de l'information | 8,9% | 28,6% | 14,9% |
| Matériaux | 13,3% | 12,2% | 11,8% |
| Consommation de base | 15,6% | 10,2% | 11,1% |
| Soins de santé | 2,2% | 8,2% | 11,1% |
| Services de communication | 8,9% | 2,0% | 6,1% |
| Finance | 0,0% | 4,1% | 4,5% |
| Energie | 0,0% | 0,0% | 0,6% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Les portefeuilles TOP 40 et Engagés sont très similaires par construction. Il n'est dès lors pas surprenant que la répartition sectorielle du portefeuille Engagés soit proche de celle du TOP 40, avec un poids important de l'industrie et de la consommation discrétionnaire.

• Répartition par taille de capitalisation

| Engagés | Poids début 01/01/2010 | Poids fin 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-----------|------------------------|----------------------|-----------------------|
| Large Cap | 44,4% | 69,4% | 62,1% |
| Mid Cap | 17,8% | 16,3% | 13,9% |
| Small Cap | 37,8% | 14,3% | 24,0% |

Source : MSCI. Données au 31/12/2018

Sans surprise, ce portefeuille de bonnes notes ESG est majoritairement composé de grandes capitalisations boursières.



Le portefeuille Intermédiaires à la loupe

• Exposition géographique

| Intermédiaires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|----------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| France | 50,0% | 31,8% | 42,8% |
| Allemagne | 13,5% | 6,4% | 15,7% |
| Royaume-Uni | 8,3% | 17,5% | 10,8% |
| Suède | 8,3% | 17,5% | 7,3% |
| Suisse | 5,2% | 4,8% | 6,5% |
| Italie | 2,1% | 0,0% | 2,9% |
| Pays-Bas | 4,2% | 1,6% | 2,5% |
| Belgique | 4,2% | 3,2% | 2,3% |
| Espagne | 0,0% | 6,4% | 2,2% |
| Danemark | 1,0% | 1,6% | 1,2% |
| Autres | 3,1% | 9,6% | 6,4% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Le biais « France » est également présent avec une même tendance de baisse dans le temps que pour les portefeuilles précédemment analysés.

• Exposition sectorielle

| Intermédiaires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Industrie | 27,1% | 27,0% | 26,6% |
| Consommation discrétionnaire | 17,7% | 12,7% | 17,2% |
| Consommation de base | 12,5% | 14,3% | 12,2% |
| Technologies de l'information | 10,4% | 11,1% | 11,0% |
| Soins de santé | 6,3% | 15,9% | 9,9% |
| Services de communication | 3,1% | 9,5% | 7,4% |
| Matériaux | 5,2% | 4,8% | 5,4% |
| Immobilier | 9,4% | 0,0% | 3,5% |
| Finance | 3,1% | 1,6% | 2,7% |
| Energie | 3,1% | 0,0% | 2,4% |
| Services aux collectivités | 2,1% | 3,2% | 1,8% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

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

Le principal constat porte sur le poids élevé des valeurs industrielles, qui représentent plus de 26% du portefeuille.

• Répartition par taille de capitalisation

| Intermédiaires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| <i>Large Cap</i> | 45,8% | 47,6% | 44,9% |
| <i>Mid Cap</i> | 13,5% | 17,5% | 14,7% |
| <i>Small Cap</i> | 40,6% | 34,9% | 40,4% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

Le portefeuille Intermédiaires est plus équilibré composé d'environ 45% de *Large Cap* et de près de 40% de *Small Cap*. Ce portefeuille n'a pas de concentration prédominante sur l'un ou l'autre des segments de capitalisation.

Le portefeuille Retardataires à la loupe

• Exposition géographique

| Retardataires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|---------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| France | 67,9% | 39,1% | 53,1% |
| Allemagne | 11,1% | 8,7% | 12,1% |
| Suisse | 2,5% | 4,4% | 9,0% |
| Royaume-Uni | 1,2% | 8,7% | 6,7% |
| Italie | 2,5% | 4,4% | 3,5% |
| Pays-Bas | 3,7% | 0,0% | 3,2% |
| Belgique | 2,5% | 4,4% | 2,7% |
| Suède | 1,2% | 13,0% | 1,6% |
| Etats-Unis | 0,0% | 4,4% | 1,4% |
| Luxembourg | 1,2% | 0,0% | 1,2% |
| Autres | 6,0% | 13,3% | 6,4% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

On retrouve ici également un biais « France ».



• Exposition sectorielle

| Retardataires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Industrie | 22,2% | 39,1% | 22,8% |
| Consommation discrétionnaire | 14,8% | 13,0% | 17,1% |
| Matériaux | 8,6% | 4,4% | 11,4% |
| Services de communication | 8,6% | 13,0% | 9,6% |
| Consommation de base | 6,2% | 4,4% | 7,2% |
| Finance | 9,9% | 0,0% | 6,7% |
| Soins de santé | 4,9% | 8,7% | 6,5% |
| Immobilier | 12,4% | 4,4% | 6,3% |
| Technologies de l'information | 7,4% | 8,7% | 5,8% |
| Services aux collectivités | 3,7% | 0,0% | 4,5% |
| Energie | 1,2% | 4,4% | 2,3% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

L'exposition sectorielle de ce portefeuille composé des valeurs dotées des moins bonnes notes ESG révèle une forte concentration : près du tiers des entreprises du portefeuille se situe dans le secteur de la consommation discrétionnaire et de l'industrie.

• Répartition par taille de capitalisation

| Retardataires | Poids au 01/01/2010 | Poids au 31/12/2018 | Poids moyen 2010-2018 |
|---------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| Large Cap | 22% | 31% | 34% |
| Mid Cap | 7% | 9% | 10% |
| Small Cap | 70% | 60% | 56% |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018

A l'image du FLOP 40, le portefeuille des plus mauvaises notes ESG, révèle une concentration majoritaire de *Small Cap*.

A la lumière de l'analyse approfondie de la composition des portefeuilles, l'existence de biais géographiques et, dans une moindre mesure, sectoriels révèle l'âme de *stock pickers* de LFDE. Dans la construction des portefeuilles, les gérants apportent en effet des degrés de concentration qui leur permettent de se découpler des indices et de générer de la surperformance. Les portefeuilles de l'étude reflètent donc la philosophie de LFDE.



A RETENIR

- 1 Les bons portefeuilles ESG battent les mauvais portefeuilles ESG ainsi que les indices de référence dans la durée.
- 2 Plus la note ESG est élevée, plus la performance à long terme l'est également.
- 3 Même lorsqu'il existe une surpondération du style de gestion Croissance (*Growth*) et/ou des petites capitalisations, les portefeuilles battent les indices correspondants dans la durée.
- 4 Le biais de sélection des gérants de LFDE peut expliquer la bonne performance globale de l'ensemble des portefeuilles. Nous constatons néanmoins que les portefeuilles des meilleures notes battent les portefeuilles des moins bonnes 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.

x2,3

L'écart de performance entre le portefeuille des meilleurs profils ESG et les pires sur 9 ans

+3,6%

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

II. PRIS SÉPARÉMENT, LES BONS PROFILS ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE SONT VECTEURS DE PERFORMANCE

Les critères Environnementaux (E), Sociaux (S) et de Gouvernance (G) sont pris en compte conjointement dans la méthodologie interne de La Financière de l'Echiquier, qui pondère à environ 60% la note de Gouvernance avec les notes Environnement et Social à environ 40%.

Dans la première partie, nous nous sommes concentrés sur l'analyse de portefeuilles filtrés par une note ESG globale. Dans cette deuxième partie, nous affinons l'analyse en étudiant séparément les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

Dans le prolongement de notre réflexion sur la performance liée aux entreprises bénéficiant de bonnes notes ESG, il nous est apparu intéressant de comprendre les vecteurs de performance. Nous détaillons la contribution des critères E, S et G pris séparément dans un premier temps, avant d'analyser la performance des portefeuilles construits grâce à un filtre unique, l'un des critères E, S ou G.

Présentation des portefeuilles Environnement, Social et Gouvernance

Nous nous focalisons à présent sur la note de l'un des piliers Environnement (ENV), Social (SOCIAL) ou de Gouvernance (GOUV). Pour chacun, nous constituons 3 portefeuilles.

Pour le critère environnemental, par exemple (voir la méthodologie p. 53) :

- 1) Un filtre sur les notes « Environnement » de notre base de données interne est réalisé à échéance régulière*, afin de classer les notes environnementales par ordre décroissant.
- 2) Les notes datant de plus de trois ans sont exclues, nous les considérons comme trop anciennes pour refléter le profil actuel de l'entreprise.
- 3) Les entreprises dont la note est strictement supérieure à 7/10 intègrent le portefeuille « ENV >7 », les notes comprises entre 6 et 7/10 (supérieures ou égales à 6/10 et inférieures ou égales à 7/10) composent le portefeuille « ENV 6-7 », les notes strictement inférieures à 6 étant regroupées dans le portefeuille « ENV <6 ».

Pour les portefeuilles « Social » et « Gouvernance », la même méthode est répliquée. Nous obtenons donc un total de 9 portefeuilles E, S et G.

* Rebalancement des portefeuilles en fin d'année de 2010 à 2015, puis à partir de 2016 chaque fin de trimestre.

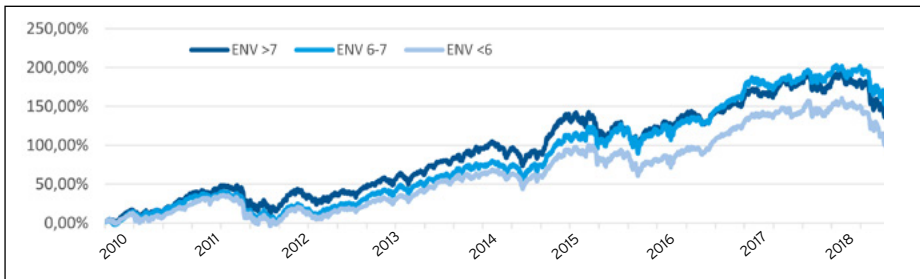
II. PRIS SÉPARÉMENT, LES BONS PROFILS ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE SONT VECTEURS DE PERFORMANCE

Les biais géographiques, sectoriels, et de taille présentés en première partie sont globalement similaires pour ces portefeuilles que ceux des portefeuilles Engagés, Intermédiaires et Retardataires.

La distinction des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance permet d'évaluer si les entreprises qui dispose d'un bon positionnement sur l'un des critères sont également performantes et de savoir si l'un de ces aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance contribue davantage à la performance que les autres* dans la durée.

Performance des portefeuilles Environnement, Social et Gouvernance

• Les portefeuilles Environnement



| Période | ENV >7 | ENV 6-7 | ENV <6 |
|---------------------|--------|---------|--------|
| 2010 | 36,4% | 31,9% | 24,2% |
| 2011 | -11,6% | -19,2% | -17,4% |
| 2012 | 20,8% | 22,6% | 19,3% |
| 2013 | 26,6% | 26,3% | 27,7% |
| 2014 | 3,7% | 6,0% | 2,8% |
| 2015 | 15,3% | 27,0% | 18,1% |
| 2016 | 10,0% | 10,3% | 9,1% |
| 2017 | 15,8% | 17,2% | 17,9% |
| 2018 | -17,0% | -12,7% | -19,1% |
| Performance cumulée | 132,7% | 150,5% | 97,5% |

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018.

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

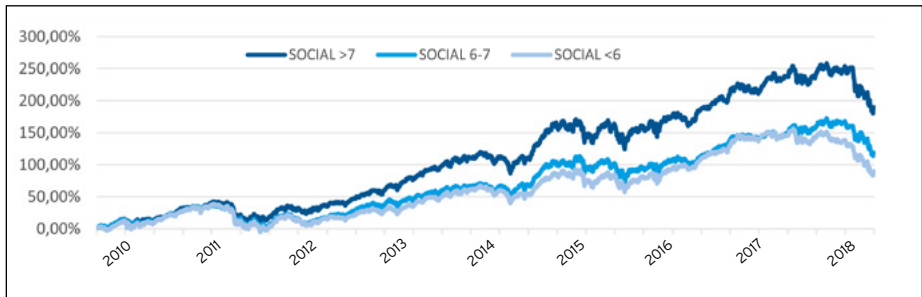
* Nous intégrons plusieurs sous-critères au sein de chaque pilier E, S et G, résumés au début de la partie 1 de cette étude et dans la note méthodologique page 53.



Tandis que le portefeuille qui regroupe les plus mauvaises notes environnementales est celui qui performe le moins sur 9 ans (+97,5%), le portefeuille des bonnes notes environnementales délivre une performance légèrement inférieure à celui des notes intermédiaires.

La différence tend à révéler que l'excellence environnementale ne garantit pas systématiquement une meilleure performance boursière dans la durée. Nous considérons que l'environnement regroupe des risques qui se matérialiseront à plus long terme pour les entreprises (climat, biodiversité, eau...) que les aspects sociaux et de gouvernance. Il semblerait que les marchés financiers n'aient pas encore pris en compte les risques environnementaux étant donné leur horizon plus lointain.

• Les portefeuilles Social



| Période | SOCIAL >7 | SOCIAL 6-7 | SOCIAL <6 |
|---------------------|-----------|------------|-----------|
| 2010 | 30,7% | 27,5% | 26,9% |
| 2011 | -10,1% | -17,4% | -19,0% |
| 2012 | 25,6% | 21,5% | 17,9% |
| 2013 | 35,2% | 25,7% | 24,5% |
| 2014 | 5,6% | 4,9% | 2,5% |
| 2015 | 23,8% | 19,6% | 19,0% |
| 2016 | 9,8% | 5,7% | 13,8% |
| 2017 | 18,0% | 17,0% | 17,3% |
| 2018 | -14,4% | -12,4% | -22,9% |
| Performance cumulée | 189,7% | 118,6% | 89,4% |

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

II. PRIS SÉPARÉMENT, LES BONS PROFILS ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE SONT VECTEURS DE PERFORMANCE

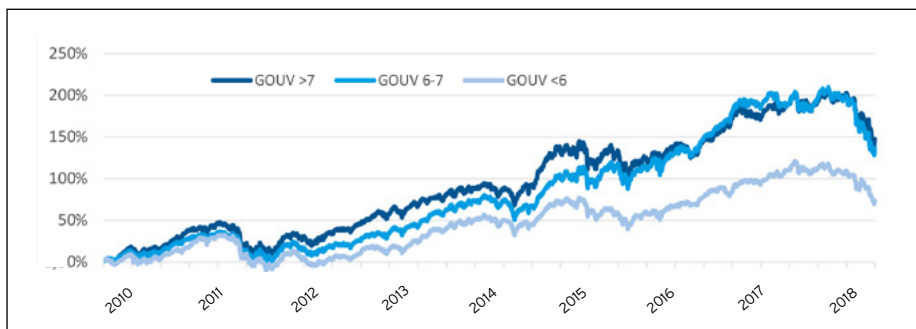
La performance du meilleur portefeuille Social (+189,7%) est plus de deux fois supérieure à celle du portefeuille qui regroupe les mauvaises notes sociales (+89,4%).

Chaque année, le portefeuille composé des notes Sociales supérieures à 7/10 a tendance à mieux performer que celui des notes comprises entre 6 et 7, qui lui-même a tendance à être plus performant que le portefeuille des notes inférieures à 6/10. En 2016 toutefois, les performances du portefeuille composé des mauvaises notes Sociales (+13,8%) a dépassé les deux autres (+5,7% pour le portefeuille Social 6-7, +9,8% pour celui >7). En effet, l'exposition aux valeurs de croissance (*Growth*) est plus importante dans les portefeuilles dotés des meilleures notes sociales. Or, en 2016, la gestion « croissance » a sous-performé la gestion d'entreprises décotées (*Value*). Ces entreprises, pour certaines en restructuration, peinent à obtenir des notes sociales élevées.

La performance du portefeuille composé des entreprises dotées des meilleures notes sociales (supérieures à 7/10) s'élève en effet à +189,7% sur la période analysée. Cette performance est proche de celle des portefeuilles Engagés (+192,4%) et TOP 40 (+191,7%) sur la même période.

Cela traduit un effet de synergie, même s'il est peu significatif étant donné le faible écart entre ces trois portefeuilles sur 9 ans. En investissant dans un portefeuille de bonnes notes ESG plutôt que dans un portefeuille composé d'entreprises dotées de bonnes notes Environnementales, Sociales ou de Gouvernance exclusivement, il est possible d'ajouter de la performance dans la durée. Nous sommes toutefois conscients que la proximité des résultats révèle que cet effet de synergie ne peut, jusqu'ici, être considéré comme une tendance de long terme.

• Les portefeuilles Gouvernance



II. PRIS SÉPARÉMENT, LES BONS PROFILS ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE SONT VECTEURS DE PERFORMANCE



| Période | GOUV >7 | GOUV 6-7 | GOUV <6 |
|---------------------|---------|----------|---------|
| 2010 | 37,2% | 27,3% | 18,4% |
| 2011 | -16,3% | -16,6% | -18,8% |
| 2012 | 26,9% | 18,3% | 15,1% |
| 2013 | 24,7% | 30,0% | 27,4% |
| 2014 | 6,0% | 2,6% | 2,8% |
| 2015 | 21,1% | 29,9% | 8,9% |
| 2016 | 5,3% | 14,4% | 12,9% |
| 2017 | 18,3% | 16,5% | 18,1% |
| 2018 | -14,8% | -18,4% | -17,6% |
| Performance cumulée | 147,4% | 136,7% | 73,5% |

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018.

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

La performance enregistrée sur 9 ans par les portefeuilles GOUV >7 et GOUV 6-7 sont proches (+147,4% et 136,7%), en faveur du portefeuille composé des meilleures notes de gouvernance. Les performances de ces deux portefeuilles sont presque deux fois plus élevées que celle du portefeuille réunissant les mauvaises notes de gouvernance (GOUV <6, 73,5%).

Le portefeuille composé des plus mauvaises notes de Gouvernance est celui qui performe le moins sur 9 ans, avec quelques disparités annuelles. Lorsque nous comparons les 9 portefeuilles entre eux, notre conviction se renforce : il est très souvent bénéfique de se tenir à l'écart des entreprises dotées d'une mauvaise gouvernance.

Comparaison des portefeuilles environnementaux, sociaux et de gouvernance avec les indices boursiers

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

II. PRIS SÉPARÉMENT, LES BONS PROFILS ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE GOUVERNANCE SONT VECTEURS DE PERFORMANCE

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

| Période | GOUV >7 | GOUV 6-7 | GOUV <6 | MSCI EUROPE | MSCI EUROPE SRI | MSCI EUROPE GROWTH | MSCI EUROPE SMALL CAP |
|---------------------|---------|----------|---------|-------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| 2010 | 37,2% | 27,3% | 18,4% | 11,1% | 11,6% | 18,0% | 29,9% |
| 2011 | -16,3% | -16,6% | -18,8% | -8,1% | -5,1% | -6,7% | -17,4% |
| 2012 | 26,9% | 18,3% | 15,1% | 17,3% | 18,6% | 17,9% | 27,0% |
| 2013 | 24,7% | 30,0% | 27,4% | 19,8% | 24,4% | 18,2% | 33,4% |
| 2014 | 6,0% | 2,6% | 2,8% | 6,8% | 6,0% | 8,0% | 6,5% |
| 2015 | 21,1% | 29,9% | 8,9% | 8,2% | 14,8% | 15,9% | 23,5% |
| 2016 | 5,3% | 14,4% | 12,9% | 2,6% | 0,1% | -2,2% | 0,9% |
| 2017 | 18,3% | 16,5% | 18,1% | 10,2% | 11,1% | 12,3% | 19,0% |
| 2018 | -14,8% | -18,4% | -17,6% | -10,6% | -7,3% | -9,5% | -15,9% |
| Performance cumulée | 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.

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

La comparaison des portefeuilles avec les indices de référence habituels conduit aux mêmes conclusions. Les portefeuilles composés des bonnes notes environnementales, sociales ou de gouvernance surperforment les portefeuilles des mauvaises notes, ainsi que tous les indices, sauf l'indice MSCI Europe Small Cap pour l'environnement.

Le portefeuille regroupant les entreprises détenant les meilleures notes sociales se détache nettement du reste des portefeuilles. Sa performance reste néanmoins légèrement inférieure à celle des portefeuilles des meilleures notes ESG (Top 40 et



Engagés), ce qui souligne un effet de synergie entre les trois critères E,S et G.

Le portefeuille composé des entreprises dotées des notes de Gouvernance les plus faibles (inférieures à 6/10) est celui qui performe le moins. Il sous-performe également la majorité des indices de référence (excepté le MSCI Europe). C'est un signal positif pour le positionnement historique de La Financière de l'Echiquier en faveur de la bonne Gouvernance. Se tenir à l'écart des entreprises dotées d'une gouvernance médiocre semble toujours être une bonne décision de gestion.

Pris séparément, les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sont donc tous sources de performance.

Notons deux enseignements majeurs :

- **Les valeurs détenant de bonnes notes Sociales sont celles qui contribuent le plus à la performance.** La prise en compte du volet social par les entreprises permet de rendre les salariés plus satisfaits et plus productifs. Leurs performances restent toutefois inférieures à celles des portefeuilles composés des meilleures notes ESG, ce qui souligne l'effet de synergie des 3 composantes de la note ESG.
- **Les entreprises dotées de mauvaises notes de Gouvernance sont celles qui génèrent le moins de performance :** deux fois moins de performance pour le portefeuille de notes de gouvernance strictement inférieures à 6/10, comparé à celui des notes supérieures à 7/10. La surpondération de la gouvernance dans la note ESG permet donc bien de réduire le risque de sous-performance des portefeuilles à long terme.

A RETENIR

- 1 Tous les portefeuilles composés des entreprises dotées des meilleures notes sociales ou de gouvernance surperforment les indices ainsi que les portefeuilles constitués de valeurs dotées des moins bonnes notes Environnementales, Sociales ou de Gouvernance, sauf l'indice MSCI Europe Small Cap pour l'Environnement.
- 2 Les bonnes notes sociales sont celles qui contribuent le plus à la performance. Les portefeuilles de valeurs dotées de bonnes notes sociales battent les portefeuilles composés des meilleures notes environnementales et de gouvernance, mais restent légèrement inférieures aux portefeuilles des meilleures notes ESG.
- 3 Le portefeuille constitué des plus mauvaises notes de gouvernance est celui qui enregistre la plus mauvaise performance parmi tous les portefeuilles étudiés.

+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.

III. LE COUPLE RENDEMENT-RISQUE, FAVORABLE À L'ESG

Les portefeuilles composés des entreprises disposant des meilleurs profils ESG et des meilleurs profils environnementaux, sociaux et de gouvernance pris séparément, sont donc les plus performants dans la durée¹. Sont-ils aussi moins risqués ?

Les deux principales composantes de la décision d'investissement sont la performance et le risque. On parle de couple rendement-risque, lorsque ces deux facteurs sont associés. Nous aborderons donc, dans cette dernière partie, la notion de risque afin d'analyser la deuxième dimension de la décision d'investissement.

Le risque d'un portefeuille peut être perçu sous différents angles. Nous analyserons d'abord les métriques de risques propres au portefeuille, à savoir la volatilité et les maximum *Drawdown*². Ensuite, nous pourrions évaluer le risque du point de vue des corrélations avec le bêta et à l'aide d'une matrice de corrélation. Nous analyserons enfin le ratio rendement-risque, qui fait la synthèse du risque et de la performance.

Risque intrinsèque des portefeuilles

• Volatilité 1 an

L'indicateur le plus couramment employé pour évaluer le risque est celui de la volatilité à 1 an. La volatilité est la mesure *ex-post* des variations des cours des actions qui composent le portefeuille. Plus la volatilité est élevée, plus le risque l'a été.

| Portfeuille / 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.

1. Conclusion de nos deux premières parties

2. La perte historique maximale sur la valeur d'un actif ou d'un portefeuille

III. LE COUPLE RENDEMENT-RISQUE, FAVORABLE À L'ESG

Le portefeuille FLOP 40 est moins volatil que le TOP 40 sur la période de l'étude. Cela pourrait s'expliquer par le fait que le TOP 40 a beaucoup plus performé que le FLOP 40 ces 9 dernières années, ce qui implique généralement plus de volatilité. Les volatilités des portefeuilles sont plus faibles mais relativement proches de celles des indices sur 9 ans.

| Portefeuille | Volatilité annualisée sur 9 ans |
|----------------|---------------------------------|
| Engagés | 14,2% |
| Intermédiaires | 13,8% |
| Retardataires | 12,7% |

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

La volatilité du portefeuille Engagés est plus élevée que celle des deux autres portefeuilles. Comme c'était le cas pour les portefeuilles TOP 40 et FLOP 40, les portefeuilles ont une volatilité inférieure à celle des indices mais pas significative.

| Portefeuille | Volatilité annualisée sur 9 ans |
|--------------|---------------------------------|
| ENV >7 | 14,6% |
| ENV 6-7 | 14,2% |
| ENV <6 | 12,8% |
| SOCIAL >7 | 13,6% |
| SOCIAL 6-7 | 13,3% |
| SOCIAL <6 | 13,6% |
| GOUV >7 | 14,3% |
| GOUV 6-7 | 13,7% |
| GOUV <6 | 12,2% |

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

En isolant les critères Environnementaux (E), Sociaux (S) et de Gouvernance (G), le constat est le même. Les portefeuilles composés des entreprises bénéficiant des meilleures notes sont plus volatils que les autres, mais moins que les indices.

Tous les portefeuilles sont moins volatils que les indices. L'écart n'est toutefois pas significatif.



• Maximum Drawdown

L'analyse du maximum *Drawdown* 9 ans mesure la pire perte historique enregistrée par un portefeuille depuis 2010.

| Portefeuille / Indice | Maximum Drawdown sur 9 ans |
|-----------------------|----------------------------|
| TOP 40 | -28,9% |
| FLOP 40 | -30,4% |
| MSCI Europe | -25,9% |
| MSCI Europe SRI | -21,4% |
| MSCI Europe Growth | -21,0% |
| MSCI Europe Small Cap | -27,0% |

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

L'analyse du maximum *Drawdown* sur 9 ans indique à nouveau une proximité des deux portefeuilles, le TOP 40 a enregistré une perte historique légèrement plus faible que le FLOP 40.

Nous constatons que le maximum *Drawdown* est plus faible pour les indices de référence MSCI. Il est en effet dilué par le nombre plus important de titres, c'est-à-dire que la concentration de titres dans l'indice est plus faible qu'au sein des portefeuilles.

| Portefeuille | Maximum Drawdown sur 9 ans |
|----------------|----------------------------|
| Engagés | -26,4% |
| Intermédiaires | -26,3% |
| Retardataires | -34,0% |
| ENV >7 | -24,6% |
| ENV 6-7 | -30,0% |
| ENV <6 | -29,6% |
| SOCIAL >7 | -23,4% |
| SOCIAL 6-7 | -27,8% |
| SOCIAL <6 | -31,7% |
| GOUV >7 | -27,6% |
| GOUV 6-7 | -27,6% |
| GOUV <6 | -32,5% |

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

III. LE COUPLE RENDEMENT-RISQUE, FAVORABLE À L'ESG

La conclusion est similaire, y compris sur les maximum *Drawdown*. Nous constatons une meilleure résistance historique à la baisse des portefeuilles composés des notes ESG supérieures à 7/10 et des notes comprises entre 6 et 7/10. Toutefois **la différence de maximum *Drawdown* entre les portefeuilles sur la période de l'étude n'est pas assez marquée pour être significative.**

| Maximum <i>Drawdown</i> annuels | TOP 40 | FLOP 40 |
|---------------------------------|--------|---------|
| 2010 | -11,0% | -10,6% |
| 2011 | -28,9% | -30,4% |
| 2012 | -10,5% | -26,2% |
| 2013 | -6,7% | -21,2% |
| 2014 | -11,9% | -16,1% |
| 2015 | -13,3% | -13,2% |
| 2016 | -14,2% | -18,4% |
| 2017 | -4,4% | -3,8% |
| 2018 | -19,2% | -28,8% |

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

Les tableaux de maximum *Drawdown* annuels représentent, la pire perte annuelle enregistrée par le portefeuille.

En moyenne, le maximum *Drawdown* du portefeuille TOP 40 est inférieur à celui du FLOP 40 lorsque la mesure est effectuée annuellement. Sur 9 ans, cinq enregistrent un maximum *Drawdown* significativement plus faible pour le TOP 40 que pour le FLOP 40. Pour les autres années, les résultats sont globalement similaires entre les deux portefeuilles.

En considérant les deux indicateurs de risque (maximum *Drawdown* et volatilité 1 an), il n'est pas possible de tirer des conclusions sur l'existence d'une différence significative de risque entre les bons et les mauvais portefeuilles.

Profil de risque : les corrélations

• Bêta

Le bêta est une mesure de corrélation entre les mouvements d'un portefeuille et ceux d'un indice de référence. Plus le bêta est élevé, plus le portefeuille est considéré comme "offensif" par rapport à l'indice. Le portefeuille accentuera ainsi les mouvements du marché à la hausse comme à la baisse et sera donc plus volatil.

Les valeurs clés du bêta :

> 1 : le portefeuille "offensif" est plus risqué que le marché



- = 1 : il présente un risque identique à celui du marché
- < 1 : le portefeuille "défensif" présente un risque plus faible
- = 0 : le portefeuille est décorrélié des variations du marché

| Bêta 9 ans | MSCI EUROPE | MSCI EUROPE SRI | MSCI EUROPE GROWTH | MSCI EUROPE SMALL CAP |
|----------------|-------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| Engagés | 0,90 | 0,87 | 0,92 | 0,87 |
| Intermédiaires | 0,87 | 0,85 | 0,89 | 0,85 |
| Retardataires | 0,81 | 0,80 | 0,82 | 0,81 |
| TOP 40 | 0,92 | 0,90 | 0,95 | 0,89 |
| FLOP 40 | 0,82 | 0,81 | 0,83 | 0,81 |
| ENV >7 | 0,90 | 0,88 | 0,92 | 0,88 |
| ENV 6-7 | 0,91 | 0,89 | 0,93 | 0,89 |
| ENV <6 | 0,90 | 0,88 | 0,92 | 0,88 |
| SOCIAL >7 | 0,91 | 0,89 | 0,94 | 0,89 |
| SOCIAL 6-7 | 0,87 | 0,85 | 0,88 | 0,85 |
| SOCIAL <6 | 0,76 | 0,76 | 0,77 | 0,76 |
| GOUV >7 | 0,85 | 0,83 | 0,87 | 0,83 |
| GOUV 6-7 | 0,85 | 0,83 | 0,87 | 0,83 |
| GOUV <6 | 0,86 | 0,85 | 0,88 | 0,86 |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018.

Deux conclusions se dégagent :

- Tous les portefeuilles sans exception ont un bêta inférieur à 1, quel que soit l'indice de référence avec lesquels les corrélations sont calculées depuis 2010. Les portefeuilles ont donc présenté un profil plutôt défensif.
- Les portefeuilles regroupant les plus mauvaises notes ESG ont tendance à avoir un bêta plus faible que celui des portefeuilles réunissant les bonnes notes, signe qu'ils ont été encore moins corrélés avec les performances des indices.

• Matrice de corrélation des performances

La matrice de corrélation des performances regroupe tous les indices de corrélation des portefeuilles sous forme d'un tableau à double entrée. Un score de 100% signifie que la corrélation est absolue, c'est le cas notamment lorsque le portefeuille est comparé avec lui-même. Plus le taux est bas, moins les deux portefeuilles sont corrélés.

III. LE COUPLE RENDEMENT-RISQUE, FAVORABLE À L'ESG

Le coefficient de corrélation est un indicateur, similaire au bêta, qui permet d'évaluer la corrélation des portefeuilles entre eux et non plus avec le marché.

Matrice de corrélation 9 ans

| | Engagés | Intermédiaires | Retardataires | TOP 40 | FLOP 40 |
|----------------|--------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
| Engagés | 100,0% | 94,8% | 91,7% | 98,5% | 91,5% |
| Intermédiaires | 94,8% | 100,0% | 92,7% | 94,3% | 92,6% |
| Retardataires | 91,7% | 92,7% | 100,0% | 90,6% | 97,4% |
| TOP 40 | 98,5% | 94,3% | 90,6% | 100,0% | 89,8% |
| FLOP 40 | 91,5% | 92,6% | 97,4% | 89,8% | 100,0% |

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

Les bons portefeuilles ESG (TOP 40 et Engagés) sont fortement corrélés entre eux, à 98,5%, ce qui est logique puisqu'ils sont composés quasiment des mêmes titres par construction. A l'inverse, le TOP 40 est le moins corrélé avec les portefeuilles constitués des mauvaises notes ESG (FLOP 40 à 89,8%, Retardataires à 90,6%).

Matrice de corrélation 9 ans

| | ENV >7 | ENV 6-7 | ENV <6 | SOCIAL >7 | SOCIAL 6-7 | SOCIAL <6 | GOUV >7 | GOUV 6-7 | GOUV <6 |
|------------|--------|---------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| ENV >7 | 100% | 94,8% | 100,0% | 96,6% | 95,0% | 95,3% | 96,1% | 95,6% | 92,0% |
| ENV 6-7 | 94,8% | 100% | 94,8% | 95,7% | 97,6% | 96,8% | 97,8% | 97,2% | 92,1% |
| ENV <6 | 100,0% | 94,8% | 100% | 96,6% | 95,0% | 95,3% | 96,1% | 95,6% | 92,0% |
| SOCIAL >7 | 96,6% | 95,7% | 96,6% | 100% | 94,5% | 94,1% | 96,8% | 95,6% | 91,1% |
| SOCIAL 6-7 | 95,0% | 97,6% | 95,0% | 94,5% | 100% | 95,4% | 97,7% | 96,6% | 93,0% |
| SOCIAL <6 | 95,3% | 96,8% | 95,3% | 94,1% | 95,4% | 100% | 96,5% | 97,2% | 94,7% |
| GOUV >7 | 96,1% | 97,8% | 96,1% | 96,8% | 97,7% | 96,5% | 100% | 95,7% | 90,5% |
| GOUV 6-7 | 95,6% | 97,2% | 95,6% | 95,6% | 96,6% | 97,2% | 95,7% | 100% | 91,2% |
| GOUV <6 | 92,0% | 92,1% | 92,0% | 91,1% | 93,0% | 94,7% | 90,5% | 91,2% | 100% |

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

Le niveau de granularité obtenu par l'analyse de corrélation des portefeuilles des notes E, S et G est intéressant car il met en relief un point important : le portefeuille ayant les notes de gouvernance les plus basses (GOUV < 6/10) est le moins corrélé avec le portefeuille composé des bonnes notes Sociales (supérieures à 7/10) ainsi qu'avec le portefeuille constitué des bonnes notes de Gouvernance.



Une entreprise dotée d'une mauvaise gouvernance tend à présenter de plus mauvais profils environnementaux et sociaux. Un constat qui entre en cohérence avec notre vision de la gouvernance et de son importance comme moteur des pratiques environnementales et sociales.

• Résilience à la baisse

Les années de marchés baissiers, les portefeuilles constitués des entreprises bénéficiant des meilleures notes semblent mieux résister. Les années 2011 et 2018 en sont de bons exemples. Comme on peut le constater dans le tableau de performances ci-dessous, le portefeuille Engagés a mieux résisté que les deux autres dans un contexte de marché délicat.

Par conséquent, même si l'apport de l'ESG semble être neutre sur les indicateurs de risques, lors des baisses des marchés, les portefeuilles comprenant les meilleures notes ESG ont été plus résilients que les portefeuilles composés des mauvaises notes ESG.

| Périodes | Engagés | Intermédiaires | Retardataires |
|---------------------|---------|----------------|---------------|
| 2010 | 35,6% | 32,8% | 17,7% |
| 2011 | -13,5% | -15,9% | -20,8% |
| 2012 | 27,9% | 21,1% | 15,0% |
| 2013 | 26,4% | 27,7% | 26,3% |
| 2014 | 7,3% | 4,2% | 0,1% |
| 2015 | 28,5% | 15,0% | 20,6% |
| 2016 | 4,5% | 11,1% | 12,9% |
| 2017 | 21,9% | 11,7% | 19,5% |
| 2018 | -12,2% | -18,7% | -19,0% |
| Performance cumulée | 192,4% | 108,8% | 78,8% |

Source : Bloomberg. Données en *Net Return* (dividendes nets réinvestis) au 31/12/2018.

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

Le ratio rendement-risque

Les investisseurs sont averses au risque. Le risque pris est à mettre en perspective avec l'espérance de performance associée à cette prise de risque. Un léger risque additionnel générant une plus grande performance est donc apprécié. C'est ce que met en évidence le ratio rendement-risque, calculé comme la performance annuelle divisée par la volatilité annuelle. Plus il est élevé, plus la performance attendue du portefeuille sera élevée par rapport à la prise de risque.

Ce ratio fait figure de synthèse de l'étude puisque, les performances des portefeuilles des meilleures notes ESG sont meilleures que celles des portefeuilles composé des

III. LE COUPLE RENDEMENT-RISQUE, FAVORABLE À L'ESG

mauvaises notes ESG, alors que le niveau de risque est similaire. Le ratio est donc supérieur pour les meilleurs portefeuilles ESG.

| Portfeuille / 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.

Le portefeuille TOP 40 a, sur la durée, un ratio rendement-risque près d'une fois et demie supérieur à celui du FLOP 40, ce qui signifie que cet investissement est préférable car il procure davantage de performance pour un même niveau de risque. Il est aussi supérieur au ratio rendement risque de l'ensemble des indices.

| Portfeuille | Ratio rendement-risque annualisé sur 9 ans |
|----------------|--|
| Engagés | 0,89 |
| Intermédiaires | 0,62 |
| Retardataires | 0,52 |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018.

Le ratio rendement-risque du portefeuille Engagés est le plus élevé : il constituait donc le meilleur choix pour l'investisseur. Il présente un ratio près du double de celui du portefeuille Retardataires.

| Portfeuille | Ratio rendement risque annualisé sur 9 ans |
|-------------|--|
| ENV >7 | 0,67 |
| ENV 6-7 | 0,76 |
| ENV <6 | 0,62 |
| SOCIAL >7 | 0,92 |
| SOCIAL 6-7 | 0,68 |
| SOCIAL <6 | 0,54 |
| GOUV >7 | 0,74 |
| GOUV 6-7 | 0,73 |
| GOUV <6 | 0,52 |

Source : Bloomberg. Données au 31/12/2018.



Pour ces portefeuilles, la tendance qui se dégage est la même que pour nos deux précédents groupes. L'investissement dans les valeurs dotées des bonnes notes ESG a mieux rémunéré le risque que l'investissement dans les valeurs affichant de mauvaises notes ESG.

Si le risque n'est pas moindre, les ratios de rendement-risque des portefeuilles constitués des meilleures notes ESG, sont meilleurs grâce à leurs performances supérieures.

Les enseignements sont plus mitigés sur cette dernière partie de l'étude. Alors que nous nous attendions à une réelle différence de risque entre les portefeuilles en faveur de ceux composés des meilleures notes ESG, celle-ci n'est pas significative. D'autres études démontrent que les portefeuilles ISR ont des indicateurs de risques plus favorables que les indices, un point que nous ne sommes pas parvenus à démontrer.

Le ratio rendement-risque reste toutefois meilleur pour les portefeuilles constitués des bonnes notes ESG, ainsi que pour les portefeuilles des bonnes notes Sociales et Gouvernance (prises séparément). Cela s'explique par le surplus de performance enregistré par ces portefeuilles, à niveau de risque constant.

A RETENIR

- 1 Le niveau de risque n'est pas significativement différent entre les portefeuilles constitués des bonnes et des mauvaises notes ESG. Il n'y a pas de différence significative de volatilité ni de maximum *Drawdown* entre les portefeuilles dans la durée.
- 2 Les portefeuilles des meilleures notes ESG sont plus faiblement corrélés avec ceux des plus mauvaises notes ESG.
- 3 Le ratio rendement-risque sur 9 ans est supérieur pour les portefeuilles composés des meilleures notes ESG : à risque constant, la performance est bien meilleure.
- 4 Les portefeuilles comprenant les meilleures notes ESG ont été plus résilients que les portefeuilles des mauvaises notes ESG en phase de marché baissiers, sur la période 2010-2018.
- 5 Plus faible corrélation entre mauvaises notes de gouvernance et bonnes notes sociales : une entreprise dotée d'une mauvaise gouvernance tend à disposer de profils sociaux plus médiocres.

x1,7

L'écart de ratio rendement-risque du portefeuille des meilleures notes ESG et de celui des plus mauvaises notes ESG.

~91%

La corrélation entre mauvaises notes de gouvernance et bonnes notes sociales, soit le niveau de corrélation le plus faible entre toutes les combinaisons testées.

CONCLUSIONS

- 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 proche de ceux des indices. Le couple de 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.

La note ESG attribuée par LFDE à chaque émetteur est déterminée par un ensemble de critères. Cette note sur 10 se décompose de la façon suivante :

• Gouvernance

La note de Gouvernance représente environ 60% de la note ESG globale. C'est un parti pris historique de La Financière de l'Echiquier, qui attache depuis l'origine une importance particulière à ce critère.

• Environnement et Social

Les critères liés à l'environnement et au social sont rassemblés en une « note de Responsabilité » (≈40%), calculée selon le type d'entreprise concerné :

- pour les entreprises industrielles, les critères sociaux et environnementaux sont équipondérés.
- pour les entreprises de services, la note sociale contribue à hauteur des deux tiers de la note de Responsabilité, la note Environnement en représentant un tiers.

• Controverses

Un malus de controverse ESG est appliqué à la note ESG globale. Il peut représenter jusqu'à moins 2 points.

Les principaux critères ESG pris en compte

Gouvernance

Compétences de l'équipe dirigeante : pour le directeur général, légitimité dans le métier, *track-record*, capacité managériale, leadership et structure du schéma de rémunération. Pour le comité de direction, composition, diversité, pertinence des fonctions représentées et engagement sur les sujets de RSE.

Contre-pouvoirs : sources de contre-pouvoirs au sein du Conseil, anticipation de la succession du directeur général, adéquation des profils des administrateurs et des besoins de l'entreprise, diversité homme/femme au sein du Conseil, diversité géographique, disponibilité et implication des administrateurs.

Respect des actionnaires minoritaires : intérêt pour l'entreprise d'être cotée, mécanismes anti-OPA et transparence de l'information financière.

Evaluation des risques extra-financiers : identification et gestion des risques extra-financiers, éthique des affaires, qualité du *reporting* et du discours RSE de l'entreprise, et dynamique positive de progrès sur les aspects ESG.

Environnement

Politique et actions : existence d'une feuille de route environnementale (objectifs précis et datés permettant de dégager des tendances d'évolution), choix des indicateurs de cette feuille de route, ambition de l'entreprise sur ses objectifs environnementaux, mise en place d'un système de management environnemental et d'initiatives environnementales significatives.

Résultats : communication de l'entreprise sur les résultats de son plan d'action (résultats présentés sur longue durée et tendances d'évolution), évolution des principaux ratios environnementaux (eau, CO₂, énergie, déchets, utilisation de produits chimiques...) et investissements réalisés afin de réduire l'impact environnemental, le cas échéant.

Fournisseurs : exposition des fournisseurs aux risques environnementaux, degré de complexité de la chaîne d'approvisionnement, dépendance vis-à-vis de ses fournisseurs, accompagnement des fournisseurs vers de meilleures pratiques et contrôle des fournisseurs.

Impact environnemental des produits : impact positif ou négatif des produits sur l'environnement, démarche d'écoconception, réalisation d'analyses de cycle de vie des produits, économie circulaire, part verte du chiffre d'affaires de l'entreprise et gestion de la fin de vie des produits.

Social

Fidélisation et progression : attractivité de la marque employeur, capacité à recruter, satisfaction et politique de fidélisation des salariés, gestion des carrières, politique de formation et potentiel de rétention des salariés.

Protection : lutte contre les discriminations, protection des salariés en matière de santé et de sécurité, qualité du dialogue social et accompagnement des salariés en cas de restructuration.

Fournisseurs : exposition des fournisseurs aux risques sociaux, degré de complexité de la chaîne d'approvisionnement, dépendance vis-à-vis de ses fournisseurs, accompagnement des fournisseurs vers de meilleures pratiques et contrôle des fournisseurs.

Impact social des produits : pour le client et pour la société (coûts évités) et accessibilité des produits.

Relations avec la société civile : approche philanthropique de l'entreprise (y compris mécénat de compétences), relations avec les communautés locales, satisfaction clients et participation à des initiatives de place dans le domaine de la RSE.



Méthodologie de l'étude et de la constitution des portefeuilles

- L'étude intègre toutes les notations internes réalisées par l'équipe ISR entre le 1^{er} janvier 2010 et le 31 décembre 2018, soit un échantillon de 3 450 données sur 9 ans.
- Les notations concernent l'intégralité de la base des notations sans exclusion sectorielle ou normative.
- Seules les notations inférieures 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, majoritairement européennes.

Les portefeuilles sont :

- équipondérés
- créés uniquement à partir du filtre des notes ESG, et E, S et G
- 100% investis, donc sans détention de liquidités
- composés uniquement d'actions
- rebalancés à échéance régulière afin d'apprécier l'évolution et l'apparition de nouvelles notes (de 2010 à fin 2015, rebalancement annuel, rebalancement trimestriel depuis le 01/01/2016)
- sans frais de gestions ni commissions annexes
- dividendes réinvestis (*Net Return*)

Les filtres de notes ESG, E, S ou G sont appliqués directement sur les valeurs pour la sélection. En cas de notes similaires pour la note ESG, c'est la note, de Gouvernance la plus élevée qui est retenue pour ordonner les valeurs.

Le portefeuille Engagés est composé en moyenne de 57 titres, le portefeuille Intermédiaires de 74 titres, le portefeuille Retardataires de 42 titres, sur les trois dernières années. Les trois portefeuilles sont diversifiés et donc moins concentrés sur la période que les portefeuilles TOP 40 et FLOP 40.

Tous les indicateurs de performance sont donnés, sauf mention contraire, sans frais de gestion ou autres frais et commissions annexes. De même, toutes les performances sont calculées sur la base des dividendes nets réinvestis (*Net Return*) lorsque l'entreprise en verse.

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, et dirigée par Christophe Mianné, La Financière de l'Echiquier, appartenant au groupe Primonial, est l'une des sociétés de gestion pionnière en France en matière d'ISR 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