

Swiss Finance Institute Roundups

Investir pour l'impact

Editorial



De plus en plus d'investisseurs considèrent l'impact sur l'environnement et la société comme un critère important dans leurs décisions d'investissement, au même titre que le rendement et le risque. Le présent *SFI Roundup* confronte les perspectives de professeurs du SFI à celles d'experts du secteur financier sur ce domaine en pleine évolution. Cet échange s'avère particulièrement passionnant lorsqu'il génère des divergences de vues. Parmi les principales questions explorées : Quelle est la meilleure façon de mesurer l'impact ? Est-il possible de créer des systèmes d'incitation efficaces pour les gestionnaires de fonds, basés sur un impact mesurable ? Existe-t-il forcément un conflit d'objectifs entre rendements financiers et impact ? Les investisseurs sont-ils réellement motivés par la volonté de créer un impact positif mesurable sur l'environnement et la société, ou investissent-ils dans des produits financiers à impact pour ressentir en retour une émotion positive de gratification ?

Nous vous souhaitons une bonne lecture.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Biographies



Guido Bolliger

Guido Bolliger est CEO et CIO d'Asteria Investment Managers et siège au conseil consultatif d'AxessImpact, une entreprise qui utilise l'intelligence collective afin de générer de l'impact. Il se consacre depuis ces 20 dernières années à la gestion de portefeuille. Avant de rejoindre Asteria, il a travaillé pour SYZ Asset Management, Olympia Capital Management et la banque Julius Bär, et a été professeur associé à l'Université de Neuchâtel. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Neuchâtel et du Swiss Finance Institute.



Philipp Krüger

Philipp Krüger est titulaire d'une *senior chair* du SFI et est professeur de finance responsable à l'Université de Genève. Il siège au comité d'experts d'Inrate, une agence de notation ESG indépendante basée en Suisse. Ses principaux domaines de recherche sont la finance durable et responsable, la finance d'entreprise, la gouvernance d'entreprise et la finance comportementale. Il est titulaire d'un doctorat en économie de la Toulouse School of Economics.



Laurent Frésard

Laurent Frésard est titulaire d'une *senior chair* du SFI et est professeur de finance à l'Università della Svizzera italiana. Il était auparavant membre du corps professoral de HEC Paris et de l'Université du Maryland. Il siège au conseil de fondation du fonds de pension tessinois *Fondazione Ticinese per il secondo pilastro*. Ses recherches portent sur le Big Data et la FinTech, la finance durable, la finance d'entreprise et les marchés privés. Il est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université de Neuchâtel.



Norbert Rücker

Norbert Rücker est responsable du département *Economics and Next Generation Research* de la banque Julius Bär. Il préside energie-cluster.ch, une association qui promeut l'innovation, l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables. Il a également créé la *SwissAfrican Fondation*, qui soutient des projets visant à sauver les espèces menacées et autres espèces sauvages en Afrique. Il est titulaire d'une maîtrise en gestion et en économie de l'Université de Zurich.



Julian Kölbl

Julian Kölbl est membre du corps professoral du SFI, professeur assistant de finance durable à l'Université de Saint-Gall et chercheur affilié au MIT Sloan, où il est cofondateur du *Aggregate Confusion Project*. Outre ses travaux universitaires, il siège au comité d'investissement du fonds de pension suisse Abendrot. Il est titulaire d'un doctorat en gestion et finance de l'ETH Zurich.



Rosa Sangiorgio

Rosa Sangiorgio est responsable de l'investissement responsable chez Pictet Wealth Management et possède plus de 20 ans d'expérience dans la banque et la finance. Elle est la fondatrice de *RSg Impact Investing*, une initiative qui conseille les startups innovantes. Elle est également vice-présidente de la commission spécialisée *Sustainable Finance* de l'Association suisse des banques (ASB) et conférencière TEDx. Elle est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université Luiss Guido Carli à Rome.

Faits et chiffres

Avec le rendement et le risque, l'impact est en passe de devenir l'une des caractéristiques clés définissant un investissement. Quelles sont les initiatives phares qui visent à générer un impact positif, autrement dit à améliorer la vie sur notre planète ?

► **G. Bolliger:** Je considère les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies comme la plus grande initiative jamais lancée en vue d'atteindre un impact positif. Publiés en 2015, les ODD recensent 169 cibles différentes, avec des indicateurs clés clairs et mesurables dans les domaines sociaux et environnementaux. Ils permettent à chaque pays, ainsi qu'à chacun et chacune d'entre nous, d'avoir d'une manière ou d'une autre un impact positif.

► **J. Kölbl:** Les ODD et la Déclaration universelle des droits de l'homme (initialement adoptée en 1948) sont souvent considérés comme la pierre angulaire des initiatives visant à avoir un impact positif. Elles jouent clairement un rôle important dans la construction d'un monde meilleur, cependant elles s'apparentent "uniquement" à des résolutions politiques reflétant les ambitions des nations. Je considère plutôt la Banque mondiale, fondée en 1944, comme la première véritable initiative d'impact, dans la mesure où des moyens financiers importants ont été intégrés pour garantir que cette institution puisse respecter ses engagements.

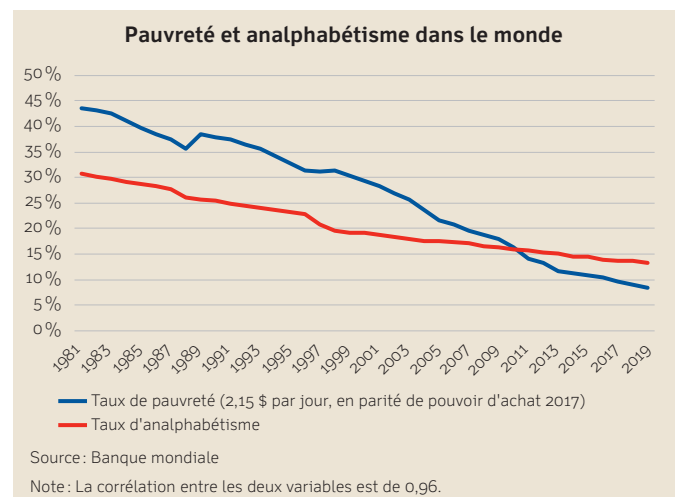
► **P. Krüger:** Dans le domaine de l'environnement, l'initiative *Climate Action 100+* sort clairement du lot. Fondée en 2017 et menée par des investisseurs, elle vise à convaincre les plus grandes entreprises émettrices de gaz à effet de serre (GES) au monde, soit plus de 170 sociétés représentant une capitalisation boursière cumulée de plusieurs milliers de milliards de dollars, à prendre les mesures nécessaires pour lutter contre le changement climatique, conformément à l'Accord de Paris. Bien que le chemin reste long, 75% des entreprises concernées ont désormais pris des engagements zéro émission nette, contre 50% l'année dernière.

► **R. Sangiorgio:** Construire le monde de demain nécessite de multiples actions menées par de multiples acteurs. Aucune initiative ne nous permettra à elle seule de relever les nombreux défis auxquels nous sommes confrontés. L'éducation est toujours au cœur du processus qui sous-tend toutes les décisions. Pourtant, le problème avec l'éducation, comme pour de nombreuses mesures, est qu'il faut du temps pour que son impact se concrétise.

Dans quelle mesure ces initiatives d'impact ont-elles abouti ?

► **J. Kölbl:** Il n'est pas aisé de répondre à cette question, car nous ne disposons pas de planète B pouvant servir de scénario hypothétique alternatif. Idéalement, il faudrait comparer l'état du monde avec une initiative d'impact à son état sans cette initiative. Dans la pratique, nous devons estimer l'impact en prenant en compte toutes les explications possibles pour les résultats que nous observons. Il existe des exemples très clairs d'initiatives réussies, comme l'impact de la vaccination sur l'éradication de la variole. Dans d'autres cas, nous sommes moins sûrs de l'impact de telle ou telle initiative. En général, ces initiatives sont plus efficaces lorsqu'elles reposent sur une solide "théorie du changement", c'est-à-dire sur une explication cohérente et scientifiquement étayée des raisons pour lesquelles telle ou telle activité devrait avoir tel ou tel résultat souhaité.

► **N. Rücker:** Ces initiatives aboutissent généralement par vagues à la fois chronologiques et géographiques. La pauvreté, par exemple, était autrefois très répandue en Chine, mais elle est aujourd'hui sur le point d'être éradiquée, grâce à une forte intervention gouvernementale. Malheureusement, nous n'observons pas la même tendance dans la plupart des pays subsahariens. En ce qui concerne l'environnement, la transition (controversée) du charbon au gaz naturel aux États-Unis a contribué à limiter de manière significative la hausse des émissions de gaz à effet de serre. De même, les subventions étatiques en Chine et en Allemagne ont provoqué un véritable boom de l'énergie solaire, qui transforme aujourd'hui à une vitesse fulgurante les systèmes énergétiques de ces pays.



Quels sont les faits les plus marquants en matière d'impact positif ?

► **L. Frésard:** Si les ODD ont joué un rôle essentiel dans la sensibilisation de la communauté internationale à un certain nombre de problèmes auxquels nous sommes actuellement confrontés, notamment en ce qui concerne les risques climatiques, la plupart de ces 17 objectifs ne seront pas atteints à l'échéance de 2030. Cet échec s'explique principalement par un manque de financement, communément appelé "déficit de financement des ODD". Selon l'OCDE, ce déficit s'élèvera à la somme faramineuse de 4'300 milliards de dollars en 2030. Cela représente environ 25 % du total des actifs sous gestion sur les marchés privés ou 3 % de la capitalisation totale du marché des actions cotées en bourse.

► **P. Krüger:** Au niveau environnemental, nous constatons une incroyable concentration des émetteurs de gaz à effet de serre. Les 100 plus grands producteurs de combustibles fossiles – tristement célèbres sous le nom de *Carbon Majors* – sont responsables de près des trois quarts de toutes les émissions industrielles de gaz à effet de serre. Bon nombre de ces entreprises appartiennent à l'État ou au secteur privé, ce qui signifie que les investisseurs n'ont qu'une influence très limitée sur elles.

► **N. Rücker:** Pour qu'un impact positif se produise, il faut qu'il suscite l'intérêt des utilisateurs finaux : en fin de compte ce sont eux qui effectuent des choix de consommation et qui votent. Par exemple, la technologie nous a permis de créer des voitures électriques qui sont supérieures aux voitures conventionnelles à bien des égards. Ce résultat montre que l'innovation peut avoir des effets positifs et qu'il appartient aux gouvernements et aux entreprises de promouvoir et de développer de meilleurs produits et services, qui seront ensuite adoptés par les utilisateurs finaux.

Les entreprises, les gouvernements et les ménages ont tous un impact. Parmi ces acteurs, lesquels sont capables d'avoir le plus grand impact, et qui devrait être responsable de la mise en œuvre ?

► **G. Bolliger:** Tout doit commencer par une action gouvernementale. Les gouvernements doivent adapter leurs cadres réglementaires et investir dans les infrastructures nécessaires pour permettre aux pays d'atteindre les ODD. Une fois qu'ils l'auront fait, les consommateurs et le secteur financier pourront intervenir et contribuer à générer des effets positifs. La manière dont les produits et les services apportent des contributions tangibles et mesurables aux objectifs mondiaux en matière de durabilité peut être évaluée sur la base des ODD.

► **L. Frésard:** Les gouvernements devraient clairement être en charge, car ils ont la capacité de fixer les règles du jeu par le biais de législations, de mesures fiscales et de subventions. Toutefois, en raison des limites bien connues du processus démocratique, ce sont, en fin de compte, les ménages qui décident de l'orientation et de la rapidité des changements.

► **N. Rücker:** S'il est évident que les gouvernements ont un rôle important à jouer, il est un peu trop facile de les rendre responsables de tous les problèmes actuels. Les gouvernements peuvent certes faire avancer les choses, mais le véritable élan doit venir des citoyens. Or, les électeurs et les consommateurs ont tendance à avoir des comportements incohérents. L'électeur suisse moyen exprime un fort souhait de "durabilité" dans les urnes. Mais les habitudes de consommation et le mode de vie des Suisses s'accompagnent d'une empreinte carbone qui s'éloigne grandement de ces principes de "durabilité".

► **J. Kölbel:** Je pense que les défis auxquels nous sommes confrontés sont si massifs qu'il faut que tous les acteurs s'engagent et tentent de créer un monde meilleur. A mon avis les gouvernements sont les mieux placés pour internaliser les externalités négatives et veiller à ce que les producteurs paient le véritable coût de leur production, tandis que les entreprises ont davantage un rôle à jouer au niveau des progrès technologiques. Enfin, les communautés et les individus sont ceux qui pourront le mieux développer des valeurs plus positives.

La nécessité d'un impact positif est-elle le signe que la réglementation actuelle est insuffisante ?

► **L. Frésard:** La réglementation gouvernementale est, bien sûr, l'un des outils les plus puissants disponibles pour internaliser la plupart des externalités négatives, mais dans son incarnation actuelle, la réglementation est insuffisante. A qui la faute ? Créer un monde meilleur est un processus coûteux et, à ce jour, les électeurs des pays démocratiques ne sont pas encore disposés à mettre la main au portemonnaie pour atteindre cet objectif. Cette réticence explique en partie l'absence de soutien démocratique à de nombreuses initiatives gouvernementales, ainsi que le manque de coordination internationale. Chaque pays a une longue liste de raisons pour lesquelles selon lui ce sont les autres pays qui devraient supporter le coût lié à un monde plus durable.

► **R. Sangiorgio:** La réglementation n'apporte qu'une partie de la réponse. Nous – gouvernements, entreprises et consommateurs – sommes tous parties prenantes en matière de durabilité et d'impact positif sur la planète. Le cœur du problème réside dans le fait que des décennies de réglementations mal ficelées ont faussé le pouvoir de la "main invisible" d'une économie de marché, et que les attentes actuelles concernant ce que "le marché" peut réaliser sont excessives. Ce dont nous avons besoin, c'est d'un dialogue constructif entre les législateurs et les entreprises, qui conduise à un gouvernement plus compétent et à des actions plus cohérentes de la part des entreprises.

Le système capitaliste est-il défectueux ?

► **J. Kölbl:** Je pense que le système capitaliste, indépendamment de la forme qu'il revêt, présente de nombreux défauts, dont l'aspect le plus visible se reflète actuellement par des inégalités record au niveau mondial. Cela dit, je ne pense pas qu'il existe de meilleur système que le système actuel. C'est pourquoi nous devons continuer à le remettre en question de manière positive et constructive.

► **P. Krüger:** Pour moi, il n'y a aucune raison valable de soutenir que le système capitaliste lui-même est défectueux, puisqu'il a accès à tous les outils nécessaires pour détecter et internaliser les externalités négatives. Dans le cas des émissions de carbone, par exemple, ce qui fait défaut, c'est une volonté politique et réglementaire de créer une taxe financière, ou une forme de pénalité, pour compenser les dommages causés.





La théorie

Qu'est-ce que l'investissement d'impact ? Et en quoi diffère-t-il des critères ESG ?

► **L. Frésard:** Le point de vue traditionnel, du moins dans les milieux universitaires, est que l'investissement d'impact consiste à réaliser un investissement financier qui atteint deux objectifs : obtenir un rendement financier et contribuer à la réalisation d'un impact positif, tel que ceux mesurés par les ODD. Les trois mots clés qui sous-tendent l'investissement d'impact sont l'intentionnalité, la mesurabilité et le rendement financier. L'attente d'un rendement financier, bien que potentiellement plus modeste que pour d'autres investissements, est ce qui distingue l'investissement d'impact de l'approche philanthropique.

► **G. Bolliger:** Dans la pratique, l'impact concerne ce que l'entreprise fait à l'égard du monde extérieur, tandis que l'ESG concerne la manière dont l'entreprise opère en interne. L'investissement d'impact se concentre sur la manière dont les produits et services fournis par l'entreprise contribuent aux ODD. L'approche ESG, elle, se concentre sur la manière dont l'entreprise traite ses parties prenantes et dont elle aligne les intérêts de la direction et des actionnaires par le biais d'une gouvernance appropriée. Certaines entreprises obtiennent des scores ESG exceptionnels mais ont un impact négatif. C'est le cas des producteurs d'alcool et de tabac. A l'inverse Tesla, par exemple, a clairement un impact positif, mais obtient des scores ESG médiocres.

► **N. Rücker:** Le concept d'impact occupe une place particulière dans l'univers plus vaste des critères ESG. Les considérations ESG ont certes joué un rôle clé en fournissant un ensemble d'outils pour classer les actions et les obligations, mais ces types d'investissements restent indirects : les investisseurs ESG jouent un rôle secondaire et n'ont aucun contrôle sur la stratégie suivie par une entreprise. L'investissement d'impact est généralement plus "interactif", car les investisseurs fournissent des capitaux directement à une entreprise, ou s'engagent et s'impliquent dans la prise de décision de cette dernière. L'investissement d'impact exige donc un niveau d'expertise et d'engagement nettement plus élevé que l'investissement ESG. Les investisseurs d'impact assument en quelque sorte les responsabilités d'un véritable investisseur.

Quelle est la meilleure façon de mesurer l'impact ?

► **R. Sangiorgio:** Il est crucial à cet égard de savoir gérer les attentes. Les gens apprécient les résultats quantitatifs, car ils permettent de mieux comparer différents projets. Mais il y a tellement de variables en jeu que, dans de nombreux cas, il est difficile de garantir quoi que ce soit, du moins d'un point de vue scientifique, au-delà d'un changement qualitatif. Pour corser encore le tout, nous devons de surcroît inclure les différentes formes d'impact qui se produisent au fur et à mesure que nous avançons dans la chaîne de valeur. Par exemple, les émissions de gaz à effet de serre sont clairement une très bonne mesure d'un impact positif ou négatif, car elles sont non seulement simples à mesurer, mais elles s'accompagnent également d'une méthodologie très élaborée de *scope*, soit de portée, qui couvre la chaîne de valeur depuis le fournisseur jusqu'au consommateur. Les émissions de *scope* 1, 2 et 3, respectivement, reflètent les émissions directes liées à la combustion de combustibles fossiles provenant des processus industriels internes de l'entreprise, les émissions indirectes liées à l'énergie achetée, et tout ce qui va au-delà, que ce soit en amont ou en aval. Et pourtant, malgré ce cadre élaboré, d'énormes divergences existent lorsqu'il s'agit de mesurer les émissions de gaz à effet de serre.

► **G. Bolliger:** Dans le cas des entreprises privées, il est assez facile de mesurer l'impact, car les investisseurs ont un accès direct à ces informations et ces données. Dans le cas des obligations vertes, l'émetteur fournit généralement des chiffres sur l'impact. Mais dans le cas des actions cotées en bourse, les choses sont plus opaques. Au sein de ma société d'investissement d'impact, nous avons développé une méthodologie quantitative, en collaboration avec le laboratoire d'économie urbaine et de l'environnement de l'EPFL, qui est basée sur des tableaux d'entrées et de sorties. Ces tableaux contiennent des informations sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement de l'économie, ainsi que sur les externalités de chaque secteur spécifique, telles que la consommation d'eau, la production de déchets et les émissions de CO₂. Une telle méthodologie très détaillée permet aux investisseurs et aux clients d'évaluer les impacts positifs et négatifs de chaque actif financier.

Comment réaliser l'investissement d'impact ?

► **G. Bolliger:** L'investissement d'impact peut être initié à travers n'importe quelle classe d'actifs, chaque instrument ayant ses propres caractéristiques. Les investissements privés, par exemple, tendent à être mieux adaptés pour générer un impact, mais ils se heurtent à un moment donné à une contrainte en termes d'évolutivité. En orientant les capitaux vers des entreprises vertes ou à impact cotées en bourse, les investisseurs peuvent réduire le coût global du capital de l'entreprise et soutenir le développement de ses activités. De même, en vendant les actions et les obligations des entreprises "brunes", à savoir celles qui ont un impact négatif sur la planète, les investisseurs peuvent espérer augmenter le coût du capital de l'entreprise sous-jacente, ainsi que le niveau de risque pour les autres détenteurs de capitaux.

► **J. Kölbl:** Bien que l'investissement d'impact soit considéré comme plus efficace lorsqu'il est réalisé sur les marchés privés, je ne pense pas qu'il soit un investissement de niche, tel que, par exemple, le soutien aux investissements dans la microfinance dans les pays en développement. Je pense que l'impact comptera bientôt parmi les nombreuses caractéristiques, comme le rendement ou le risque, qui définissent tout type d'investissement. Les investisseurs doivent être conscients qu'il existe des différences significatives en termes d'impact entre les secteurs. Le défi consiste à déterminer quelle solution d'investissement est la meilleure pour atteindre ses objectifs. Voyez comment cette question peut être complexe, même au simple niveau des ménages, lorsque nous souhaitons acheter un nouveau vélo électrique, remplacer une vieille voiture énergivore ou investir dans des panneaux solaires !

► **R. Sangiorgio:** Bien que nous soyons tous d'accord pour dire que tout ce que nous faisons a un impact, qu'il soit positif ou négatif, nous ne sommes pas en mesure, à l'heure actuelle, de le quantifier. C'est sur ce point que les universitaires et les praticiens doivent concentrer leurs efforts. Ce n'est qu'une fois que nous pourrions mesurer l'impact avec précision que nous pourrions le faire connaître et donner aux investisseurs les informations dont ils ont besoin pour décider de l'affectation de leurs capitaux. Si l'investissement sur les marchés privés présente clairement des avantages en termes d'initiatives plus visibles et d'additionnalité, soit la contribution de l'investissement à l'impact, l'activisme des actionnaires sur les marchés publics s'est avéré de plus en plus efficace. Enfin, les investisseurs doivent faire une distinction claire entre l'impact qu'ils souhaitent eux-mêmes avoir et l'impact que l'entreprise qu'ils financent est capable et désireuse d'avoir.

Les stratégies basées sur l'investissement d'impact vont-elles surperformer ou sous-performer le marché ?

► **P. Krüger:** Le consensus général est que si les investisseurs considèrent l'impact comme un attribut positif, comme ils sont de plus en plus nombreux à le faire, alors ils devraient être prêts à "payer" pour obtenir cet impact, et donc les investissements d'impact devraient sous-performer le marché. Pour croire le contraire, il faudrait habiter dans un monde où nous pourrions soit résoudre les problèmes gratuitement, soit être payés pour le faire. Néanmoins, les stratégies d'investissement durable, en particulier aux États-Unis, ont affiché des performances remarquables ces dernières années. Les recherches universitaires actuelles suggèrent que ces rendements positifs sont anormaux et qu'ils peuvent être dus à une pression continue sur les prix en faveur des fonds durables, et non pas en soi à des rendements attendus plus élevés. Si tel est le cas, cela est inquiétant. Quoi qu'il en soit, je considère comme suspectes les promesses d'investissements combinant un fort impact positif et une surperformance significative.

► **N. Rücker:** La réponse dépend fondamentalement de la stratégie d'investissement que vous souhaitez mettre en œuvre. Si votre objectif est simplement de vous engager, vous devriez être en mesure d'obtenir un rapport rendement sur risque similaire à celui des marchés boursiers et obligataires traditionnels, en supposant que vous déteniez des actifs bien diversifiés et liquides. Le seul coût supplémentaire pour vous serait lié au fait que vous investissiez une partie de votre temps pour interagir avec les dirigeants de l'entreprise et voter lors de l'assemblée générale. En fin de compte, votre engagement devrait se transformer en avantage financier, puisque votre voix sera entendue. Si vous décidez de fournir directement des capitaux, votre investissement sera moins diversifié et moins liquide. Votre point de référence devrait alors être les marchés privés, avec des risques plus élevés, des rendements plus élevés et un horizon d'investissement très long. Le caractère relativement nouveau de l'investissement d'impact et de ses instruments, tels que les obligations vertes, signifie que ses antécédents sont récents et donc moins concluants.

Succès et échecs apparents

Quelles ont été les initiatives les plus réussies en matière d'investissement d'impact ?

► **J. Kölbl:** Les initiatives de microfinance et d'inclusion financière, telles que celles menées par la Grameen Bank, ont eu un impact significatif et positif sur la vie de millions de personnes. En parallèle, un changement plus subtil, mais plus répandu, s'est opéré dans l'ensemble de l'économie, avec une plus grande attention portée à des thématiques comme la sécurité des travailleurs, la sensibilisation aux effets des produits chimiques, en passant par la prévention de la corruption des entreprises.

► **R. Sangiorgio:** Bien qu'il n'en soit qu'à ses débuts, je pense que le *blended finance*, soit le financement mixte, peut avoir un grand impact. Cette approche, qui consiste à combiner des fonds privés avec d'autres types de sources de financement, telles que l'aide gouvernementale, le financement du développement ou le capital philanthropique, commence déjà à être utilisée dans le secteur privé. Ce cadre hybride apporte l'élément innovant du secteur privé qui fait parfois défaut dans le secteur public. Il permet également d'amener le rapport rendement sur risque à un niveau auquel les capitaux privés sont prêts à s'impliquer, ce qui permet au projet de décoller. Dernier point, mais pas le moindre: le financement mixte comble l'écart entre les besoins à court terme des investisseurs privés qui suivent une logique de marché et la planification de long terme nécessaire pour générer un impact durable.

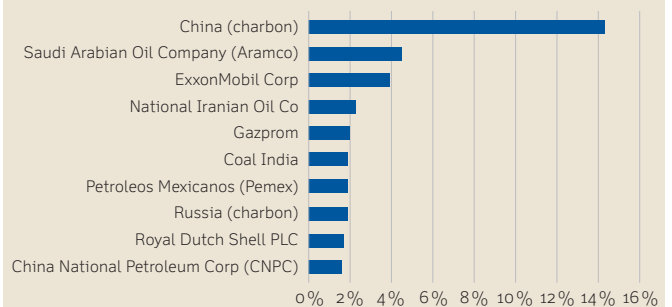
► **N. Rücker:** Les initiatives d'investissement d'impact sont marquées par une telle diversité qu'il est difficile de répondre à cette question. Le fonds d'investissement activiste Engine 1, qui ne compte que quelques employés et qui détient une part infime du capital du groupe, a réussi à faire entrer trois administrateurs favorables à l'environnement au conseil d'administration d'ExxonMobil en 2021. Mais la présence de ces administrateurs a-t-elle été efficace, a-t-elle permis de rapprocher ExxonMobil d'une trajectoire net zéro ? Plusieurs investisseurs ont mis en avant le fait qu'ils aient assaini leurs portefeuilles en revendant leurs titres d'entreprises du secteur des combustibles fossiles, se débarrassant ainsi d'actifs polluants. Mais cette sortie a-t-elle permis de réduire les émissions ? De toute évidence, non. Tant que nous continuerons à acheter du charbon, il y aura toujours des entreprises d'extraction minière. Les entreprises de combustibles fossiles peuvent survivre en mains privées, hors des marchés de capitaux, grâce aux flux de capitaux générés par la demande des consommateurs. Cela dit, les succès se produisent en permanence, lentement mais sûrement, grâce à la détermination des investisseurs d'impact et des entrepreneurs innovants qui développent des solutions pour un monde plus durable.

Les signataires des initiatives d'impact tiennent-ils leurs engagements ?

► **P. Krüger:** La recherche empirique apporte une réponse mitigée à cette question. Par exemple, les signataires des Principes pour l'investissement responsable (PRI), qui déclarent intégrer les critères ESG dans leurs investissements, obtiennent de meilleurs résultats en matière d'ESG que les non signataires, mais c'est le cas uniquement pour les institutions basées en dehors des États-Unis. Aux États-Unis, il existe un décalage apparent entre ce que les investisseurs prétendent accomplir en termes d'ESG et ce qu'ils font réellement. Ce décalage montre que rien n'est jamais acquis et souligne la nécessité d'une réglementation bien ciblée pour lutter contre l'écoblanchiment.

► **L. Frésard:** Ces initiatives constituent un excellent moyen d'aller de l'avant, mais les recherches ont démontré que les signataires sont généralement des entreprises qui ont à la fois la capacité et la volonté d'être plus durables. Sans surprise, les plus gros pollueurs sont pratiquement absents du débat. Pour ne rien arranger, la plupart de ces entreprises sont soit étatiques, soit non cotées en bourse, comme Gazprom ou Saudi Aramco, ou les compagnies maritimes mondiales telles que CMA CGM et MSC. Ce statut leur permet d'échapper à tout contrôle public et rend difficile pour les investisseurs de les remettre sur le droit chemin.

Part globale des émissions industrielles mondiales de GES de portées 1+3, 1988-2015



Source: CDP

Note: La production de charbon en Chine et en Russie est représentée au niveau national en raison du manque de données.

Dans ce contexte, les obligations de reporting ESG ont-elles été efficaces ?

► **P. Krüger:** Il a été démontré que les obligations de reporting ESG présentent des avantages directs et évidents pour les entreprises cotées en bourse et pour l'environnement. La réglementation améliore la qualité des informations communiquées par les entreprises, ce qui se traduit par une nette augmentation de la liquidité des actions. De surcroît, il a été prouvé que les entreprises, en particulier celles à forte intensité de carbone, réduisent leurs émissions de gaz à effet de serre en procédant à des ajustements opérationnels. Ces résultats montrent clairement qu'une réglementation bien conçue est efficace.

Quel est le succès des obligations vertes et des obligations liées au développement durable ?

► **P. Krüger:** Le montant cumulé des obligations axées sur le développement durable émises en 2022 s'élevait à près de 4'000 milliards de dollars, dont la grande majorité était des obligations vertes. C'est un chiffre impressionnant. Mais la prime des obligations vertes par rapport aux obligations conventionnelles est faible, car en fin de compte c'est le risque de crédit de l'entreprise sous-jacente qui définit le coupon obligataire, et ce risque reste le même que l'obligation soit verte ou non. Dans le cas des obligations liées au développement durable (*sustainability-linked bonds* ou SLB), le coupon est subordonné à la réalisation par l'emprunteur d'un objectif prédéterminé de performance en matière de durabilité. Bien que les données montrent qu'une prime existe dans ce cas, elle est faible. Curieusement, la pénalité potentielle maximale (moyenne) en cas de non-atteinte de l'objectif est inférieure aux économies réalisées sur les frais de coupon des SLB. Cela laisse penser que les émetteurs de SLB bénéficient actuellement d'un *free lunch*. Espérons que le marché arrivera à maturité dans les prochaines années, ce qui devrait améliorer le reporting en matière de durabilité et d'impact. Pour l'instant, je considère les obligations vertes et les SLB comme des outils de signalisation pour les entreprises et les investisseurs.

► **G. Bolliger:** Le marché des SLB n'en est qu'à ses débuts. Ses objectifs sous-jacents ne sont guère ambitieux et les sanctions sont marginales. Les recherches en cours montrent qu'environ un quart des émissions de titres SLB sont surévaluées. Cette surévaluation entraîne une baisse des prix des SLB sur le marché secondaire et une augmentation des cours des actions, ce qui correspond à un transfert de richesse des détenteurs d'obligations vers les actionnaires. Pour améliorer l'efficacité du marché, il faut absolument accroître la transparence du prospectus obligataire et du processus de certification, et obtenir des informations sur le coût pour l'entreprise de la mise en place de l'infrastructure nécessaire à la réalisation de

ses objectifs. Les investisseurs obligataires doivent être correctement récompensés pour les risques qu'ils prennent. Enfin, les SLB devraient cibler la réalisation de l'impact et pas seulement les scores ESG.

Quelles preuves avons-nous de la performance financière de l'investissement d'impact ?

► **P. Krüger:** Il est encore trop tôt pour apporter une réponse définitive, mais de plus en plus d'éléments montrent que les entreprises soumises à un engagement actif de la part des actionnaires bénéficient de rendements anormaux positifs. Un autre courant de recherche démontre que les entreprises dans lesquelles l'engagement des actionnaires est fructueux ont également tendance à être moins risquées. Si ces résultats sont plutôt optimistes, d'autres études démontrent que l'investissement d'impact n'est pas synonyme de réussite financière.

► **R. Sangiorgio:** Je suis convaincue que l'investissement d'impact est aujourd'hui rentable et qu'il le sera encore davantage lorsque les rendements que nous calculons incluront les "véritables" coûts de production. Le problème dans le monde financier actuel est que la performance est incorrectement estimée, car le coût des externalités négatives n'est pas correctement évalué et intégré. À long terme, nous verrons qu'il est plus rentable d'investir dans les solutions que dans les problèmes. Par exemple, le secteur du pétrole et du gaz devra bientôt faire face à des dépenses d'investissement considérables et verra certains de ses gisements de combustibles fossiles s'épuiser. Les bénéfices que nous avons observés l'année dernière ne correspondaient pas à une véritable création de valeur.

Les investisseurs sont-ils prêts à payer pour des investissements à impact ?

► **L. Frésard:** Certains investisseurs, oui. Ils sont sincèrement bien intentionnés. Des recherches récentes indiquent que ce qui motive la plupart des personnes qui investissent dans des produits à impact est le désir d'avoir un impact positif sur la planète. Néanmoins, l'ampleur de leur impact semble avoir moins de valeur à leurs yeux. Ainsi, ils investissent de l'argent aux investissements à impact car cela leur fait "chaud au cœur". Il n'y a rien de mal à cela, mais je crains que de nombreuses institutions financières n'exploitent ce sentiment sans nécessairement générer de véritables impacts. Par exemple, le secteur des fonds de placement commence à revoir les formulations de leurs produits et instruments. Tout comme de nombreux fonds existants ajoutent tout à coup la dénomination d'impact à leur nom et à leur communication. Les investisseurs doivent être prudents concernant l'impact réel de leur argent. Créer de faux espoirs pourrait coûter cher à la planète à long terme.

► **R. Sangiorgio:** Les clients que je rencontre, qu'ils soient institutionnels ou privés, souhaitent de plus en plus générer un impact positif. Ils sont conscients que leurs investissements représentent davantage que de simples rendements et qu'ils sont notre contribution positive ou négative à l'économie réelle du futur proche. Mais des nuances existent. Certaines personnes sont prêtes à sacrifier leur rendement pour obtenir un impact, tandis que d'autres estiment qu'un impact positif peut être obtenu sans réduire leur rendement financier, mais plutôt en allongeant leur horizon d'investissement. Certains associent l'impact positif à l'innovation et au rendement, tandis que d'autres considèrent l'impact négatif comme une source de risque.

De nombreux investisseurs institutionnels choisissent de réduire les émissions de gaz à effet de serre de leur portefeuille financier pour montrer qu'ils sont déterminés à avoir un impact. Quelle est l'efficacité de ces mesures ?

► **P. Krüger:** La recherche apporte une réponse décevante à cette question. Bien que les investisseurs institutionnels prétendent s'engager à avoir un impact positif en décarbonant leurs portefeuilles, l'essentiel de cet effort consiste à repondérer leurs avoirs en faveur d'entreprises peu émettrices, au lieu de s'engager auprès des entreprises fortement émettrices et de les inciter à réduire leurs émissions. Cela signifie que les problèmes environnementaux sont

de plus en plus repoussés vers les parties les moins visibles du marché, et probablement aussi vers des groupes d'investisseurs qui sont moins soucieux de réduire les émissions de carbone. De la même manière, pour paraître plus "verts", de nombreuses entreprises cotées en bourse ont vendu les parties "brunes" de leurs activités à des investisseurs privés. L'impact négatif et les émissions sont toujours là, mais de manière moins visible. Nous devons être conscients qu'une pression excessive exercée sur les investisseurs et les entreprises pour qu'ils paraissent plus "verts" est en fait contre-productive, car la conséquence est que l'activité polluante passe inaperçue.

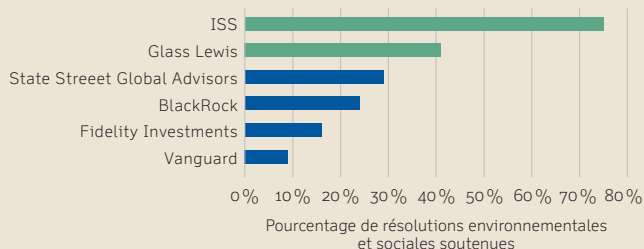
► **N. Rücker:** Un portefeuille n'est qu'un miroir de l'économie que représentent les entreprises et les gouvernements sous-jacents. Détenir un portefeuille de titres donnés vous expose à ces pans de l'économie, mais sans possibilité de l'influencer. La réduction des émissions de gaz à effet de serre de votre portefeuille peut réduire votre propre exposition aux prix des combustibles fossiles et aux coûts du CO₂, mais elle ne change pas grand-chose aux émissions dans l'économie "réelle". Le mantra de ces dernières années encourageant une réduction de l'empreinte carbone d'un portefeuille me rend parfois perplexe. En tant qu'investisseurs performants, nos portefeuilles devraient représenter l'économie de demain, et non celle d'aujourd'hui.



Quelle est la bonne marche à suivre pour les investisseurs qui cherchent à générer un véritable impact ?

G. Bolliger: L'activisme des actionnaires est un outil puissant si, et seulement si, la participation des activistes dans l'actionnariat de l'entreprise est suffisamment élevée et si ces investisseurs sont prêts à se désengager si l'entreprise ne modifie pas ses pratiques commerciales. L'expérience montre que les investisseurs de taille moyenne sont parfois très naïfs quant aux effets réels de leur engagement. Pour certaines entreprises, l'écologisation de leurs activités implique un virage à 180 degrés de leur modèle d'entreprise et des dépenses d'investissement massives. C'est généralement un processus beaucoup plus complexe et plus long que de nombreuses autres questions de gouvernance d'entreprise. Il est vrai que, lorsque des investisseurs durables vendent les actions ou les obligations d'une entreprise brune, ces titres sont rachetés par quelqu'un d'autre. Mais si de nombreux investisseurs revendent leurs titres, l'actionnariat de la société brune deviendra plus concentré, ce qui se traduira par un plus faible partage des risques et donc des coûts de capital plus élevés. En outre, les statistiques montrent clairement que les plus grands investisseurs institutionnels, tels que BlackRock et Vanguard, ne jouent pas le rôle qu'ils pourraient jouer. Si vous regardez les statistiques de ShareAction, vous verrez que lors des assemblées générales, ils n'ont approuvé que très peu de résolutions visant à réduire l'empreinte environnementale des entreprises.

Recommandations des conseillers en vote par procuration et vote effectif des gestionnaires d'actifs, 2022



Source : ShareAction

Note : ISS et Glass Lewis sont les deux plus grands conseillers en vote par procuration au monde ; BlackRock, Fidelity Investments, State Street Global Advisors et Vanguard sont les quatre plus grands gestionnaires d'actifs au monde.

De nombreux détenteurs de capitaux ne sont pas en mesure d'exprimer leur point de vue et de s'engager auprès des entreprises. Comment cela se fait-il ?

L. Frésard: Nous pensons collectivement que voter est trop compliqué, c'est pourquoi nous avons tendance à déléguer cette pratique. Ceci explique pourquoi les sociétés de *proxy advising*, soit les agences de conseil en vote, ont autant gagné en popularité au début du 21e siècle. Pourtant, avec la technologie numérique disponible aujourd'hui, je me demande pourquoi il est encore si complexe pour ceux qui, au final, détiennent les entreprises d'exprimer leur opinion. Nous avons recours à la technologie pour donner notre avis sur presque tout, des restaurants aux hôtels en passant par les films et les professeurs d'université. Il ne devrait pas être si compliqué d'exprimer notre avis sur les actifs que nous possédons directement ou indirectement.

N. Rücker: Le système actuel limite clairement la capacité des investisseurs à s'engager en matière d'investissement d'impact. Je n'attends malheureusement pas de grands progrès à ce niveau, même si un nouveau système permet aux détenteurs de capitaux de voter directement. Nous disposons actuellement de toute la technologie nécessaire pour le permettre, mais il faudra encore beaucoup de travail et de temps avant de pouvoir exprimer un vote éclairé. J'ai l'impression que les investisseurs institutionnels continueront à voter conformément à l'avis de leurs conseillers, et que nous ne saurons jamais vraiment quelles sont les préférences des détenteurs de capitaux.

R. Sangiorgio: Nous sommes clairement confrontés à un système ancien, et il faudra un certain temps avant de voir chaque détenteur de capital décider soit de voter directement, soit de déléguer le vote lui-même. En ce qui concerne le volume de travail et d'analyse lié au vote, je pense que l'intelligence artificielle (IA) a un rôle clé à jouer. Lorsqu'elle est correctement entraînée, l'IA est déjà capable d'analyser des données et des rapports et de fournir un premier niveau de recommandations de vote, en accord avec les valeurs des détenteurs de capitaux. Je prédis que l'IA facilitera bientôt l'ensemble des activités de vote pour les investisseurs qui souhaiteraient voter, mais qui ne disposent pas actuellement des ressources nécessaires pour le faire.

L'héritage ESG et les défis et les limites à venir

Les notations ESG sont notamment hétérogènes et contradictoires. Est-ce un problème ?

► **J. Kölbl:** Les scores ESG des différentes agences de notation divergent en effet souvent. Lorsque nous décomposons cette divergence en éléments de portée, de pondération et de mesure, les données montrent que plus de la moitié de la confusion est liée à la mesure, confusion qui résulte du fait que différentes agences de notation mesurent le même attribut à l'aide d'indicateurs différents. Par exemple, les pratiques sociales d'une entreprise peuvent être évaluées sur la base du taux de rotation de la main-d'œuvre ou du nombre d'actions en justice intentées contre l'entreprise dans le domaine du droit du travail. La divergence constitue une préoccupation majeure dans le débat sur la durabilité et l'impact. Je recommande aux gestionnaires de fonds de choisir l'évaluation dont la méthodologie correspond le mieux à leurs propres objectifs ou de créer leur propre système d'évaluation à partir de données brutes.

► **G. Bolliger:** Les notations ESG sont hétérogènes, et alors ? Les notations des analystes sur les entreprises ne sont pas non plus concordantes, et personne ne s'en soucie. Les gens ont tendance à comparer les notations ESG aux notations de crédit. Mais l'ESG évalue les éléments intangibles d'une entreprise, ce qui n'a rien à voir avec l'évaluation de son risque de crédit. Certains investisseurs sont toutefois troublés par les écarts entre les notations ESG. J'ai eu plusieurs discussions avec des membres de conseils d'administration de fonds de pension qui ne comprenaient pas pourquoi ils recevaient des notations ESG différentes pour leurs portefeuilles de la part de différents fournisseurs. C'est le rôle des gestionnaires d'actifs et des consultants de comprendre les différences entre les fournisseurs de notations ESG et d'expliquer aux investisseurs ce que ces derniers mesurent et ne mesurent pas.

► **L. Frésard:** Nombreux sont ceux qui considèrent cette divergence comme une erreur. Pour ma part, j'y vois une caractéristique fondamentale des scores ESG. Les différentes notations ESG reflètent des valeurs différentes et leurs éléments sous-jacents sont très difficiles à mesurer : il est donc normal qu'elles n'aboutissent pas à un consensus. Lorsque nous parlons de valeurs ou de goûts, il est normal de ne pas être d'accord. Nous ne votons pas tous pour les mêmes partis politiques et nous n'apprécions pas tous les mêmes vins. Il faut dépasser ce débat, aller de l'avant et se concentrer sur l'effet que l'investissement d'impact a sur les entreprises, sur nos sociétés et sur la planète. Nous devons consacrer nos ressources à essayer de répondre à ces questions à l'aide d'indicateurs solides, tels que ceux qui sont intégrés dans les ODD.

► **N. Rücker:** Les données ESG sont en grande partie des données qualitatives, soumises à des référentiels individuels. L'aspect quantitatif d'une notation ESG nous fait oublier sa nature fondamentalement subjective. Pour résoudre ce problème, au sein de ma banque, nous ne nous concentrons pas sur les notations générales des différents fournisseurs de données ESG, mais sur les données granulaires sous-jacentes que ces derniers utilisent pour générer ces scores. Nous disséquons ensuite les différentes valeurs en jeu, nous les affinons si nécessaire et nous les complétons avec les contributions de nos propres experts internes. À la fin du processus, nous construisons une analyse autour de quatre thèmes – climat, capital naturel, capital humain et gouvernance. Puis, chaque thème reçoit une note, qui peut être négative ou positive. Une telle approche permet une analyse bien plus approfondie qu'une seule notation ESG se trouvant dans la fourchette positive. Elle garantit également que dans notre rôle de gestionnaires financiers, nous contrôlons l'ensemble du système de notation et que nous sommes donc en mesure de l'expliquer.

Le concept de regroupement des trois critères ESG est-il dépassé et trop simpliste ?

► **L. Frésard:** Le concept d'ESG a fait prendre conscience aux investisseurs que le rendement financier et le risque d'un investissement n'étaient pas les seuls éléments à prendre en compte. L'approche ESG est un moyen simple d'intégrer plusieurs éléments importants. Toutefois, nous nous rendons compte désormais qu'il est de plus en plus nécessaire de nuancer et de personnaliser davantage les analyses ESG, et de poursuivre les efforts en cours pour affiner les normes et les pratiques de reporting. L'essentiel est que les investisseurs et les organisations trouvent un équilibre entre d'un côté une simplification et de l'autre la nécessité d'aborder les défis et les opportunités ESG dans leur contexte spécifique.

► **R. Sangiorgio:** Les humains ont toujours cherché à simplifier les choses à l'extrême et à les résumer par un seul chiffre. Le succès des scores de quotient intellectuel (QI), de l'indice de masse corporelle (IMC) et de l'indicateur de croissance du produit intérieur brut (PIB) illustrent également cette tendance. Nous devons cependant reconnaître que les notions de durabilité et d'impact sont complexes et multidimensionnelles et qu'il n'est pas possible d'évaluer des éléments aussi divers que les émissions de gaz à effet de serre, la biodiversité, la sécurité des employés et la composition d'un conseil d'administration sur la base d'un seul indicateur. Le recours excessif aux données chiffrées en vue de simplifier le processus d'analyse des entreprises et des investissements a généré une grande opacité.

Je pense que les mots sont mieux adaptés que les chiffres pour décrire le caractère durable d'une entreprise et l'impact d'un investissement.

Il est estimé que la déforestation et les changements d'affectation des sols contribuent à hauteur de 20 % au réchauffement global de la planète. La solution la plus évidente semble être de planter davantage d'arbres, mais quelles en sont les limites ?

► **N. Rücker:** Planter des arbres est clairement un acte louable. En plantant des arbres, non seulement vous capturez du carbone et soutenez la biodiversité, mais vous créez également des emplois et réduisez l'érosion des sols. Mais il s'écoule un certain laps de temps entre le moment où un arbre est planté et celui où il commence à pouvoir piéger du carbone. Plus important encore : restaurer des écosystèmes d'origine constitue un défi de taille, en raison du caractère multidimensionnel de la biodiversité. Les compensations carbone peuvent constituer une incitation financière à la reforestation, mais uniquement en ce qui concerne la séquestration du carbone. Cela signifie que de nombreuses autres mesures nécessaires à la restauration d'un écosystème pourraient ne pas être récompensées et donc ne pas être mises en œuvre. Nous constatons ainsi qu'il existe un grand degré de "flou" autour du simple fait de planter un arbre.

Les objectifs fixés par les entreprises et les gouvernements sont généralement peu ambitieux, alors que pour atteindre l'objectif zéro émission nette d'ici 2050, il faudra réduire les émissions de 10 % par an, soit à peu près ce que la pandémie de COVID-19 nous avait imposé. Il semble irréaliste de pouvoir reproduire le mode de vie de l'année 2020. Que faire ?

► **G. Bolliger:** Les données mettent en lumière trois catégories de comportement des entreprises : les entreprises qui se fixent des objectifs pas assez ambitieux ; celles qui se fixent des objectifs ambitieux, mais qui ne pourront jamais les atteindre ; et enfin, celles qui se fixent des objectifs ambitieux et qui sont en bonne voie de les atteindre. Les investisseurs devraient donner la priorité à cette troisième catégorie d'entreprises en les alimentant davantage en capitaux. Au niveau global, la seule façon de mettre toutes les entreprises sur la bonne voie est de fixer un prix approprié pour le carbone. La tarification incorrecte du carbone, et le fait qu'un nombre insuffisant de secteurs soient couverts par les systèmes actuels d'échange de quotas d'émission, décourage l'économie d'avancer rapidement dans la bonne direction.

► **P. Krüger:** La méthode actuelle est en effet trop permissive, car les entreprises ont la possibilité de choisir leur année de référence et de se concentrer sur des objectifs d'intensité carbone

qui mesurent les émissions par unité de production. Or ce système est extrêmement trompeur. Les producteurs de pétrole, par exemple, donnent l'impression d'améliorer leur intensité carbone lorsque les prix du pétrole augmentent. Il est urgent d'adopter une réglementation plus stricte, basée sur des objectifs absolus. J'attends beaucoup des normes européennes à venir, qui non seulement seront obligatoires, mais qui s'appliqueront également aux sociétés privées et aux filiales, et plus seulement aux entreprises cotées en bourse.

La pénurie de financement est souvent citée comme le principal obstacle à l'obtention d'impacts plus positifs. Est-ce le cas ?

► **G. Bolliger:** C'est effectivement le cas. Les besoins de financement ont considérablement augmenté depuis la crise du Covid, notamment en ce qui concerne les ODD liés aux thématiques sociales. Et bien que le marché de l'investissement d'impact soit encore modeste, il se développe rapidement. Trouver les milliers de milliards de dollars nécessaires pour combler cet écart de financement ne sera pas chose aisée. Les portefeuilles d'investissement d'impact cotés en bourse sont très concentrés et présentent des biais sectoriels importants, ce qui entraîne une augmentation du *tracking errors*, soit de la volatilité des écarts de performances, par rapport aux indices de référence traditionnels. Cela décourage donc certains investisseurs institutionnels d'allouer de l'argent à ces investissements d'impact. Une autre interrogation concerne la violation potentielle des obligations fiduciaires lorsque les gestionnaires de fonds prennent en compte la notion d'impact en plus de la performance financière. Les régulateurs doivent intervenir et exiger que l'impact soit explicitement considéré comme un critère de sélection pour tous les portefeuilles gérés par des institutions.

► **N. Rücker:** Je n'observe pas de déficit de financement. Des solutions ayant un impact positif – panneaux solaires, voitures électriques, agriculture de précision – sont non seulement performantes, mais également disponibles sur le marché et économiquement viables. La notion de déficit de financement est selon moi utilisée à des fins politiques, car ce type de montants astronomiques décourage toute action. Les principaux freins tiennent plutôt à des informations incomplètes, une certaine paresse, des barrières institutionnelles, ou encore à diverses structures sociales. Le secteur des énergies renouvelables, par exemple, n'a pas besoin d'être subventionné pour être rentable. Il est indispensable, en revanche, de mettre fin aux subventions dont bénéficie le secteur des combustibles fossiles, subventions qui ont atteint l'an dernier le chiffre record de 7'000 milliards de dollars !

► **R. Sangiorgio:** Bien que le secteur financier soit souvent considéré comme un intermédiaire entre les acteurs disposant de liquidités excessives et ceux disposant de liquidités insuffisantes, il peut avoir une certaine influence sur l'affectation des capitaux, en prenant en compte les facteurs de risque. À mon avis, le secteur financier est aujourd'hui trop restrictif. Le concept de risque doit être revu et actualisé, non seulement pour intégrer de manière plus vaste et plus rigoureuse le risque climatique, mais aussi pour inclure des éléments d'atténuation du risque. En outre, l'accès aux marchés privés et aux investissements non liquides devrait être facilité. Une telle approche permettrait d'allouer des capitaux à des investissements à impact positif, qui sont également ceux qui proposeront à l'avenir des rendements financiers plus élevés et des risques globaux, au sens large, plus faibles.

Etant donné qu'il existe un compromis entre performance financière et impact, comment l'impact devrait-il être récompensé ?

► **P. Krüger:** Récompenser les gestionnaires de fonds à la fois pour le rendement financier et l'impact positif d'un investissement constitue un défi majeur. Les données couvrant le secteur financier américain montrent que la rémunération est principalement liée à la performance en termes de retour financier et très peu à la performance en matière d'impact. Il est intéressant de noter qu'au niveau des entreprises, les bonus de la majorité des dirigeants des entreprises du S&P 500 sont désormais liés à leurs réussites en matière d'ESG ou d'impact. Avec ce double système, les dirigeants ont reçu d'importantes primes basées sur les progrès ESG et l'impact

positif, en dépit de performances financières négatives. J'anticipe des assemblées générales d'actionnaires houleuses au cours des prochaines années et je m'attends à un réexamen approfondi de ce qu'implique le devoir fiduciaire.

► **N. Rücker:** Nous sommes plus à l'aise pour évaluer la performance financière que la performance en termes d'impact, car nous avons tendance à préférer les mesures quantitatives aux mesures qualitatives. Néanmoins, je ne vois pas nécessairement de décalage entre ces deux objectifs. Par exemple, dans le cas des gestionnaires de fonds opérant sur le marché boursier, nous pourrions facilement inclure une mesure couvrant l'engagement de l'entreprise en faveur d'un impact positif. Je ne vois pas en quoi ceci nuirait à leur performance financière. Les décideurs du monde de l'entreprise et de la politique ont toujours été évalués en fonction d'objectifs multiples et variés. Je ne comprends pas pourquoi l'ajout de l'impact en tant qu'objectif supplémentaire serait impossible ou révolutionnaire.

► **G. Bolliger:** Une voie prometteuse passe par la création d'un marché pour les quotas liés aux ODD et par la monétisation de l'atteinte des ODD, à l'instar de ce qui a été fait pour les quotas d'émissions de carbone. Ce marché permettrait aux entreprises et aux projets qui ont un impact positif d'obtenir des crédits et obligerait ceux qui ont un impact négatif à acheter ces crédits. Les investisseurs ayant un impact positif obtiendraient des crédits ODD qui pourraient être monétisés, créant ainsi une situation gagnant-gagnant grâce à laquelle nous pourrions tous aller de l'avant.





Au-delà de l'investissement d'impact

Les organisations non gouvernementales (ONG) et celles du secteur de la philanthropie sont souvent considérées comme celles qui réussissent le mieux à générer un impact positif – encore mieux que les gouvernements et les grands fonds à impact. Comment cela se fait-il ?

► **L. Frésard:** Les ONG et les organisations philanthropiques ont tendance à avoir des buts très simples et à recevoir de l'argent pour atteindre ces buts en trouvant les meilleurs projets disponibles. Cela les amène naturellement à se spécialiser et à acquérir une expertise et une efficacité significatives. Il est difficile pour les gouvernements d'atteindre des niveaux comparables de spécialisation, de concentration et d'expertise, car ils visent de nombreux objectifs différents. Et n'oublions pas que les gouvernements influencent de manière indirecte la taille et le succès du secteur philanthropique. En effet, des flux de capitaux importants sont dirigés vers ce secteur en raison de règles fiscales décidées par les pouvoirs publics. Nous pouvons nous demander si cet argent serait mieux utilisé par les gouvernements ou par d'autres entités privées, comme les fonds à impact. Cependant, les ONG et les acteurs philanthropiques ont sans aucun doute fait preuve d'efficacité dans de nombreux domaines, et d'autres acteurs de l'univers de l'impact pourraient s'inspirer de leurs pratiques et de la manière dont ils sont organisés.

Que pensez-vous des sommes récoltées au niveau mondial par les ONG et les organisations philanthropiques ?

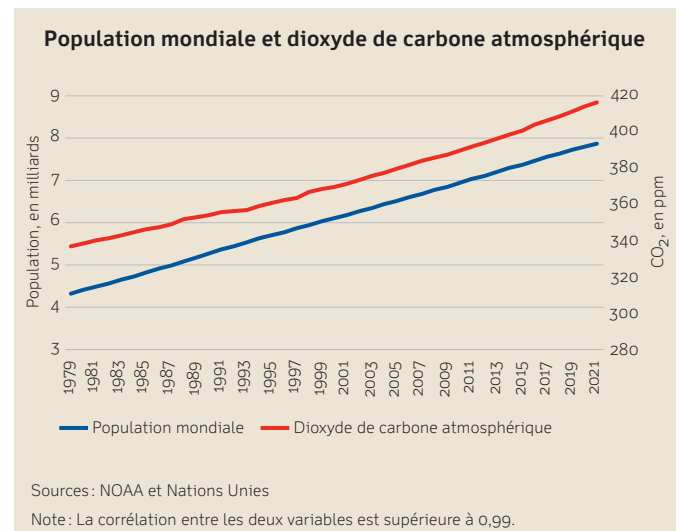
► **J. Kölbl:** Les origines des œuvres caritatives remontent à des milliers d'années et constituent une pierre angulaire de toute société et de toute religion. Le don d'argent présente de nombreux avantages, qui vont du soutien à une cause louable au sentiment de satisfaction suscité par l'octroi d'un don, en passant par une certaine reconnaissance sociale ou encore une réduction d'impôt. En prenant conscience qu'un investissement en temps, en attention et en ressources matérielles peut également avoir un impact positif, nous découvrons que les flux de capitaux sur le marché financier ne constituent pas le seul moyen de générer un impact positif dans le monde. Le succès actuel des ONG et des organisations philanthropiques dans le monde montre que de nombreuses personnes se soucient des questions sociales et environnementales et soutiennent la société civile pour réaliser des progrès qui dépassent les attributions des entreprises et de la réglementation.

► **R. Sangiorgio:** Bien qu'il soit difficile de déterminer le nombre de personnes qui font des dons chaque année aux ONG et aux organisations philanthropiques, le patrimoine cumulé de ces dernières est estimé à plusieurs milliers de milliards de dollars. Ce chiffre

prouve que, d'une part, de nombreuses personnes sont prêtes à sacrifier des ressources financières pour générer des effets positifs et que, d'autre part, il existe un besoin évident pour de telles initiatives. Ce qui est fascinant, c'est la souplesse et la rapidité avec lesquelles les ONG et les organisations philanthropiques peuvent agir, que ce soit en comblant les déficits de financement par un recours au financement mixte, en dénonçant les pans les moins reluisants de notre système économique, ou en mettant en garde les investisseurs contre des risques réputationnels. A titre personnel, je pense que les gestionnaires de fonds devraient échanger de manière active et ouverte avec les ONG et également analyser le type de données peu classiques, mais souvent très utiles, qu'elles recueillent.

Quelle responsabilité les ménages ont-ils en matière d'impact positif par le biais de leurs choix de consommation ?

► **P. Krüger:** Au cours des 20 dernières années, le PIB mondial par habitant a plus que doublé, ce qui a joué un rôle essentiel dans l'amélioration de nombreux aspects sociaux de notre vie et nous a permis de profiter d'une grande variété de nouveaux produits et services. Mais dans le même temps, la population mondiale a également augmenté de plus de 25 %. L'effet combiné d'une augmentation des richesses et du nombre de consommateurs s'est traduit par une pression croissante sur l'environnement. Pour atteindre un impact positif, tous les ménages sont responsables de mieux s'informer sur leurs choix de consommation et de s'engager activement sur le plan politique en votant.



► **R. Sangiorgio:** Les ménages ont de nombreux moyens de créer un impact positif. Si les choix de consommation et le vote sont les deux moyens les plus évidents, le rôle de l'éducation et de l'échange de connaissances ne doit pas être sous-estimé. L'impact positif, qu'il prenne la forme d'une baisse de la consommation, d'investissements d'impact ou d'un soutien à l'économie circulaire, doit être relayé à travers des *success stories* et partagé au sein de nos cercles socio-professionnels.

Avons-nous encore le temps d'agir pour avoir un impact positif sur l'environnement ou est-il déjà trop tard ?

► **J. Kölbl:** Les problèmes actuels ont été causés par l'humanité, c'est donc à l'humanité de les résoudre. Bien qu'il existe un sentiment dramatique d'urgence, l'humanité sait se montrer capable à la fois d'ingéniosité et d'adaptabilité. Au cours de l'histoire, la technologie s'est souvent révélée capable d'apporter des solutions rapides. Je dois cependant souligner que le sentiment d'urgence n'est pas ressenti de la même manière dans tous les pays. En ce qui concerne le réchauffement climatique, par exemple, la situation en Suisse devrait être supportable jusqu'à la fin du siècle, ce qui ne sera pas le cas pour les pays de plaine ou ceux situés le long de l'équateur. La question est donc plutôt : pour qui est-il trop tard ?

► **L. Frésard:** Le changement climatique est une réalité et ce changement est rapide – nous n'arrivons pas à réagir suffisamment rapidement pour l'endiguer. Les professionnels de la finance peuvent travailler sur des solutions pour atténuer le changement climatique et le risque climatique et développer des

incitations pour orienter la société vers un monde plus durable. Mais pour connaître les conséquences de l'ensemble de nos activités économiques, et savoir s'il est trop tard ou non, c'est vers la communauté scientifique qu'il faut se tourner.

► **G. Bolliger:** Il ne fait aucun doute que le temps presse. Si nous nous en tenons à la tendance actuelle, de nombreux objectifs de développement durable ne seront pas atteints d'ici à 2030, ni l'objectif "net zéro" d'ici à 2050. De nombreuses personnes affirment que la technologie a encore beaucoup à apporter, mais je pense qu'il est quelque peu naïf de placer tous nos espoirs dans les solutions technologiques. Il conviendrait de s'intéresser davantage aux solutions basées sur la nature. Et les ménages doivent également prendre conscience que leurs actions au quotidien peuvent faire une vraie différence.

► **R. Sangiorgio:** Je crois que nous avons encore le temps, sinon je ne ferais pas mon métier actuel. Mais c'est maintenant ou jamais. Nous sommes la première génération à savoir que nous sommes à l'origine du réchauffement climatique, et nous sommes aussi la dernière à pouvoir y remédier. C'est une énorme responsabilité. L'innovation pourrait changer la donne. Par exemple, l'intelligence artificielle nous permet de faire aujourd'hui ce que nous n'aurions même pas pu imaginer il y a encore quelques années. La plus grande menace que je perçois est la tactique du "oui, mais...", qui consiste à botter en touche et à le potentiel de faire dérailler chaque initiative. Comme nous le savons, le mieux est l'ennemi du bien.



Enfin, comment générez-vous un impact positif en tant que particulier ?

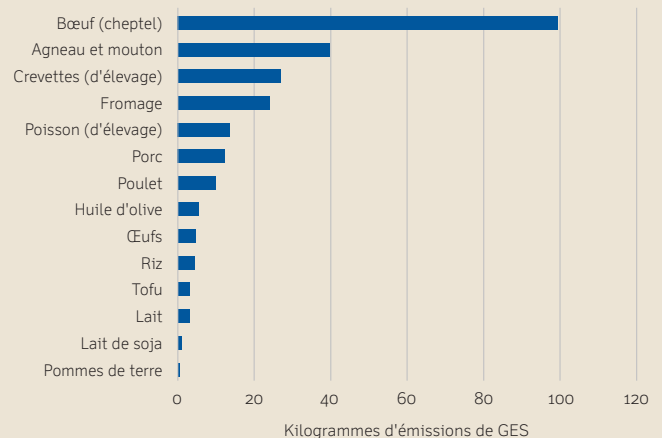
► **J. Kölbel:** En tant que consommateur, je peux avoir un impact très direct, car les entreprises sont très sensibles à la manière dont les consommateurs dépensent leur argent. Je fais attention aux produits que j'achète, par exemple en privilégiant le café issu du commerce équitable. Je réduis également ma consommation de produits ou de services ayant un impact négatif important, comme les trajets en avion. Au final, je pense que voter est la chose la plus importante qu'un individu puisse faire.

► **N. Rücker:** Au niveau de ma famille, nous nous intéressons au climat, nous documentons notre empreinte carbone depuis des années et nous essayons de nous éduquer sur le sujet. Notre empreinte dépasse actuellement 3 tonnes par personne et par an, ce qui reste supérieur à l'objectif d'une empreinte carbone individuelle de 2 tonnes, mais est bien inférieur à la moyenne suisse qui est de près de 14 tonnes. Et nous n'avons nullement l'impression de sacrifier quoi que ce soit dans notre mode de vie.

► **G. Bolliger:** Sur le plan positif, je prends beaucoup moins l'avion qu'avant, j'utilise les transports en commun, je privilégie les produits locaux et j'ai équipé ma maison de panneaux solaires. Cependant, je continue à manger de la viande de bœuf et à skier sur de la neige principalement artificielle, ce qui a certainement un impact négatif sur mon empreinte carbone.

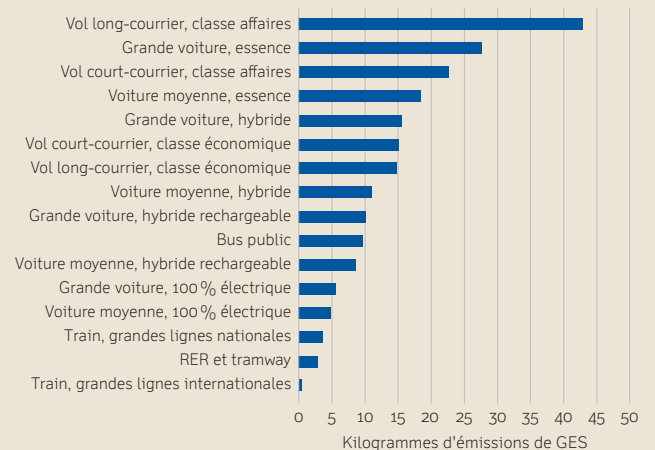
► **R. Sangiorgio:** Je me pose des questions et j'en pose aux autres, et je continue de m'instruire. En règle générale, j'essaie de faire preuve de curiosité. Je génère également de l'impact lorsque je fais mes courses, lorsque je dîne avec ma famille et lorsque je réserve mes prochaines vacances. Nous ne pouvons plus nous contenter de platitudes comme "Ce n'est pas possible", "C'est trop compliqué" ou "Si quelqu'un dit ça, c'est forcément vrai".

Kilogrammes d'émissions de GES par kilogramme de produit



Source : Poore, J., & Nemecek, T. (2018). Reducing food's environmental impacts through producers and consumers. *Science*.

Kilogrammes d'émissions de GES par 100 kilomètres parcourus



Source : Gouvernement britannique.

Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeur et contact

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Cette publication a été imprimée sur du papier durable " Refutura ", qui est certifié par l'écolabel " l'Ange bleu ".

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

