



**ESG**  
LE MONDE  
D'APRÈS?

Investissement et climat,  
même combat.

en partenariat avec  
**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

## Actes du colloque INSTI7

en partenariat avec les UN PRI

### 1. L'EXTRA-FINANCIER : état des lieux dans un environnement réglementaire et technique polymorphe et mouvant

**Vincent Puche (insti7) :**

- Historiquement, le marché de l'investissement responsable a été guidé par l'offre plutôt que par la demande ;
- L'ISR est un "concept polymorphe et parfois difficile à appréhender" selon un rapport de l'Autorité de Marchés Financiers (AMF) publié en 2015 ;
- Les banques et sociétés de gestion sont des fournisseurs au service des investisseurs. Les gérants peuvent traiter mais pas définir la politique d'investissement de leurs clients ;
- L'ESG est donc également un sujet investisseur ; insti7, en tant que conseil indépendant, accompagne les investisseurs dans la définition et la codification de leur propre politique ESG, climat et biodiversité.

### 2. LES FONDAMENTAUX : les PRI, missions

**Stéphanie Luong (PRI) :**

- Les PRI est une association fondée en 2006, dans le but de participer à la création d'un système financier durable. La France est le troisième marché en termes de nombre de signataires (410), sur 5 300 dans le monde.
- Les PRI offrent de nombreux services pour assister leurs signataires : rapports (notamment un sur la sélection des gérants pour les investisseurs institutionnels) et questionnaires de due diligence, mise en valeur des meilleures pratiques du marché (cas pratiques, PRI Awards...), évènements/ webinaires sur des sujets spécifiques (biodiversité, climat, droits humains, taxes...).
- Tous les ans, les signataires doivent remplir un reporting, donnant lieu à un rapport d'évaluation, qui permet aux signataires de connaître leurs forces et faiblesses, mais aussi leur positionnement comparé à leurs pairs.
- Les PRI encouragent leurs signataires à participer à des initiatives climatiques ou à utiliser les outils suivants, comme Climate Action 100+, NZAOA (Net Zero Asset Owner Alliance), NZAM (Net Zero Asset Managers), IPR (Inevitable Policy Response) et l'ICAP (Investor Climate Action Plans).
- Contact pour plus d'informations: [stephanie.luong@unpri.org](mailto:stephanie.luong@unpri.org)

### 3. DERNIERS TRAVAUX DES PRI sur la réglementation européenne

**Alina Neculae (PRI) :** En réponse à l'augmentation des réglementations et politiques publiques de financement durable, il est important que les investisseurs s'intéressent à ces sujets et à dialoguer avec les pouvoirs publics. Ainsi, les investisseurs peuvent signer des déclarations publiques, contribuer aux travaux des PRI ou d'autres groupes d'investisseurs ; répondre à des consultations ; s'engager directement auprès des décideurs politiques. Le PRI policy engagement toolkit offre des recommandations pratiques pour dialoguer avec les pouvoirs publics.

### 4. L'APPORT DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE : Climat, ESG-Washing, labels, finance durable et crises... les défis de demain

#### 4.1 Évaluation des politiques climat

**Bertrand Candelon (ILB/insti7) :** Les méthodes d'évaluation de l'efficacité des politiques publiques sont souvent basées sur des approches quasi-expérimentales, comme par exemple la méthode dite des « différences de différences » qui consiste à comparer l'évolution d'une variable d'intérêt entre un groupe qui reçoit un traitement et un groupe de contrôle, avant et après la mise en place de ce traitement. Un autre exemple à la mode est la méthode du contrôle synthétique qui, en l'absence d'un groupe de contrôle, permet de construire un groupe de contrôle à partir d'une approche statistique. L'économétrie offre d'autres outils complémentaires à ces méthodes. Dans notre dernier article publié ce mois dans *Finance Research Letters*, nous proposons une alternative : utiliser un test de causalité à la Granger pour inférer sur l'impact d'un traitement sur une variable d'intérêt. Cette approche a déjà été explorée mais nous proposons une innovation : utiliser ce test dans le domaine des fréquences pour estimer l'impact de court et de long terme d'un traitement modélisé comme une variable binaire. Il s'agit d'une extension du test statistique que j'avais développé lors de mon post-doctorat à l'Université Humboldt de Berlin. Nous avons montré dans cet article, via des simulations de Monte-Carlo, que notre test était plus performant que sa contrepartie dans le domaine temporel. Il s'agit d'une première étape dans nos recherches, la suivante étant d'aboutir à un travail plus théorique.

**Jean-Baptiste Hasse (insti7) :** Concernant la réduction des émissions carbone, le consensus des économistes est clair : la tarification du carbone est un élément clé au sein de l'ensemble des politiques publiques. Pourtant, les traités internationaux restent les politiques climat les plus plébiscitées, et ce malgré l'échec reconnu du Protocole de Kyoto. William Nordhaus, lors de son discours d'acceptation du Nobel d'économie en 2018, a explicité le fait qu'une politique climat efficace devrait avoir un impact sur l'évolution des émissions carbone. Dans cette ligne, nous revisitons l'impact de différentes politiques climat : la taxe carbone suédoise (1991), Protocole de Kyoto

(1997) et le système d'échange de quotas d'émission de l'UE (2005). Nos résultats, basés sur une méthodologie économétrique innovante, indiquent que seule la taxe carbone a eu un effet sur les émissions carbone de la Suède. De plus, nos résultats mettent en évidence le fait que l'impact de cette taxe carbone est sur le long terme uniquement. Nos résultats sont robustes à des spécifications économétriques alternatives et à l'introduction de variables de contrôle. Si nous manquons encore peut-être de recul sur l'efficacité du marché du carbone européen, nous pouvons confirmer que la taxe carbone est une politique climat efficace.

#### 4.2 ESG-washing et régulation

##### **Jean-Baptiste Hasse (insti7) :**

Dans un article de recherche publié dans la revue scientifique *Risks* fin 2021, nous montrons qu'il existe une différence significative entre le positionnement ISR (Investissement Socialement Responsable) d'un fonds commun de placement (marketing de la société de gestion ou label délivré par un tiers) et les investissements effectivement réalisés (les actifs détenus au sein du portefeuille). En nous appuyant sur une base de données unique rassemblant près de 1500 fonds actions européens et américains, nous avons estimé la relation entre les notes ESG / ISR des fonds, délivrées par Morningstar et MSCI et le nom / label attribué à ces fonds. Nos résultats indiquent qu'il existe une différence entre ce *qui est dit* (de jure) et ce *qui est réellement fait* (de facto) en matière d'investissement responsable. Les investisseurs particuliers et institutionnels doivent donc se méfier des apparences : marketing ou labels ne riment pas forcément avec éthique. L'asymétrie d'information sur le marché de l'ISR, alimentée par certains gérants, ne peut être réduite que par une régulation adéquate.

**Bertrand Candelon (ILB/insti7) :** Cette étude nous a donné l'opportunité de revisiter les méthodes de comparaison de performance entre les fonds d'investissement conventionnels et ISR. Plutôt que d'utiliser des méthodes d'appariement, nous avons choisi d'estimer les performances de l'ensemble des fonds dans le cadre d'un panel non linéaire à effets fixes. Les variables d'intérêt sont toutes rassemblées dans une seule et même équation, elle-même basée sur le modèle d'évaluation des actifs financiers. D'un point de vue économétrique, cette approche permet d'éviter les estimations en deux étapes qui peuvent être problématiques. Au final, nos résultats indiquent que l'impact sur les performances financières du marketing (labels ESG ou noms à connotation ESG) est marginal. Par contre, l'impact financier d'une meilleure note ESG est négatif et significatif. L'impact sur la performance est donc conditionnel à la classification extra-financière des fonds. Conformément à la théorie financière, il ne coûte rien (au frais de gestion près...) de seulement dire que l'on investit de manière responsable. Cependant, investir en suivant une éthique induit une pénalité sur la performance financière car cela revient à rajouter une contrainte extra-financière à la gestion.



**ESG**  
**LE MONDE**  
**D'APRÈS?**

Investissement et climat,  
même combat.

en partenariat avec  
**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

## 5. DES PRINCIPES A LA DEMARCHE ESG – quelques impacts sur les stratégies d'investissement

**Vanessa Gardelle (insti7)** : Au vu de la superposition des principes et engagements mondiaux, ainsi que de la densité de la réglementation européenne et de sa transposition en droit français (article 173 de la Loi pour la Transition Energétique pour la Croissance Verte de 2015, et article 29 de la Loi Energie Climat de 2019), le constat est le suivant : la transition écologique peut apparaître à priori comme une contrainte pesant sur l'ensemble des acteurs du marché, notamment pour les investisseurs institutionnels. Comment transformer ces contraintes en démarche volontariste pour les investisseurs ?

Cette démarche peut être initiée en s'appuyant sur les valeurs intrinsèques des institutions de l'économie sociale et solidaire, qui par leur objet social et leur mode de gouvernance, s'inscrivent pleinement dans les principes défendus par les Nations Unies. Cette démarche va se déployer à travers une politique de Responsabilité Sociétale de l'Entreprises (RSE), qui va elle-même, en irradiant toute l'institution, servir de socle à la mise en œuvre des stratégies d'investisseur responsable, selon des modalités de gouvernance, de mise en œuvre et de communication dédiées.

Ces stratégies seront formalisées dans des politiques qui fixeront des objectifs en termes d'alignement de température sur les 1.5 °C prévu par les Accords de Paris, de pilotage et suivi des risques de durabilité, de préservation de la biodiversité, de taxonomie, de choix de critères Environnementaux, Sociétaux et de Gouvernance à appliquer dans le cadre de la sélection de nouveaux investissements et de partenaires financiers, et également dans le cadre du suivi du portefeuille d'actifs. Enfin, ces politiques s'accompagneront de politiques d'exclusion, de vote et d'engagement actionnarial.

Cette démarche volontariste et transversale constitue donc une opportunité pour les investisseurs d'être pleinement acteurs de la transition climatique, de piloter leur stratégie en se dotant d'objectifs concrets et d'exigences afin d'être moteurs dans le cadre des dialogues à engager avec l'ensemble des acteurs du marché.

**Eric Baghdiguian (insti7)** : Les enjeux ESG climat ne sont pas à ce jour pris en compte dans l'allocation stratégique des investisseurs institutionnels malgré les attentes de ceux-ci. Le manque de données fiables et harmonisées ainsi que des modèles en pleine évolution expliquent ce constat. Ces enjeux sont en revanche pris en compte en aval de la stratégie d'investissement, dans la sélection des produits financiers notamment grâce à la mise en place progressive de politique d'investissement extra-financière (critères d'exclusion, filtres SG, alignement carbone...).

Les banques centrales et les régulateurs européens se sont emparés de ce sujet en développant des modèles basés sur une approche par scénarios. Ces scénarios issus de la projection du risque climatique selon ses deux dimensions, risques physiques et de transition aboutissent à des applications intéressantes pour les investisseurs institutionnels. Une première application est la segmentation des actifs par secteur d'activité et par zone géographique dans leurs dimensions performance et risque.

Une autre application, sans doute plus structurante, relève d'une approche par les risques. A titre d'exemple, l'EIOPA a lancé des stress tests climatiques auprès des fonds de pensions professionnels européens en 2022. Le calibrage des stress tests montre notamment que le risque de transition climatique est au moins aussi sévère qu'une crise financière majeure.

Ces conclusions permettent d'introduire le concept de cygne vert, théorie développée par la BRI en 2020 qui définit le risque climatique en événements certains d'extrêmes sévérités et avec des conséquences systémiques. Ce concept annonce la nécessité d'une véritable rupture épistémologique dans laquelle les banques centrales devront s'adapter à ce nouveau paradigme et devenir interdépendantes avec les sphères publiques et privées.

Sur le volet performances et intégration des enjeux ESG climat, il apparaît clairement que les données historiques intégrant les critères ESG - l'ESG restant concept polymorphe et évolutif - ne permettent pas de conclure à une surperformance des actifs financiers intégrant ces critères extra-financiers. Si surperformance il y a, elle serait essentiellement expliquée par la forte demande d'investissement dans ces actifs que ce soit par conviction ou par pression réglementaire. Certaines études académiques développent même la théorie du « greenium » qui semble démontrer une prime de risque future négative des actifs verts.

Enfin les dernières études qui intègrent « le cygne vert » abaissent fortement l'espérance de rendement des actifs financiers comme par exemple une perte de 2% sur les primes de risque future sur les actions.

Nous restons persuadés que face à ce risque climatique, une approche par les risques permettra de réduire ces baisses de rendement attendus et aider ainsi les investisseurs institutionnels à conserver leur objectif de rendement futur selon leur appétence au risque.



**ESG**  
LE MONDE  
D'APRÈS?

Investissement et climat,  
même combat.

en partenariat avec  
**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

6. L'INTÉGRATION DES ENJEUX ESG — CLIMAT à la démarche globale des investisseurs, à leur approche en matière de RSE et à leur stratégie d'investissement

**Delphine Lалу (insti7)** : Comment accompagner investisseurs et gérants face à un tsunami réglementaire sans précédent ? Comment les aider à mieux maîtriser leur responsabilité fiduciaire alors que celle-ci se trouve désormais élargie à la prise en compte du changement climatique et de la perte de biodiversité ? Peut-être en les invitant à se doter de politiques d'investissement responsable inscrites dans la démarche générale de Responsabilité sociétale de l'Investisseur, c'est-à-dire cohérentes avec la vocation, les valeurs et la mission de l'organisation. Car un Groupe de protection sociale, une fondation ou un philanthrope sont des investisseurs particuliers ; leur raison d'être est généralement caractérisée par l'affirmation d'une volonté d'engagement sociétal précise, clairement assumée, qui se traduit notamment dans leur gestion d'actifs.

