

# Quel rôle les investisseurs institutionnels peuvent-ils jouer en matière d'évolution climatique et de financement responsable ?

Par Jean-François BOULIER

Président de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i)

Les investisseurs institutionnels participent, partout dans le monde, au financement de long terme des économies. En France, il s'agit de montants de l'ordre de 3 200 milliards d'euros, soit plus d'une année de PNB ; ils sont en croissance constante depuis quelques décennies. Les seuls fonds de pension hollandais gèrent l'équivalent de plus de deux années de PNB de leur pays. Les caractéristiques des placements des institutionnels dépendent de leur objet social : assurance, caisse de retraite ou provisions de long terme. Leur rôle s'inscrit dans la durée et leur gestion de portefeuille reflète cette dimension, qui n'est pas toujours bien comprise et se trouve paradoxalement limitée par des réglementations multiples. L'investissement responsable est devenu depuis quelques années une orientation majeure des institutions financières et s'inscrit pleinement dans le financement durable des activités économiques auquel elles contribuent. L'objectif de cet article est d'éclairer la nature des investissements institutionnels, leur dimension durable, notamment au regard des éléments extra-financiers, et d'explicitier quelques-unes des évolutions, réglementaires ou comptables, qui en faciliteraient l'utilité économique et sociale.

## Qui sont les institutionnels et comment investissent-ils ?

L'enquête annuelle de l'Association française des investisseurs institutionnels (Af2i) permet de dresser une cartographie de leurs activités et de leurs portefeuilles. L'enquête 2019, réalisée sur la base des données de la fin d'année 2018, couvre environ 85 % des montants investis par les institutionnels et représente l'essentiel des grands acteurs français. Particularisme français, les compagnies d'assurance, vie ou dommage, représentent une bonne moitié des investisseurs institutionnels et gèrent près des deux tiers des encours. En Europe, c'est un équilibre entre assurance et caisses de retraite qui prévaut, mais les investissements de quelques pays, Suisse, Pays-Bas et Royaume-Uni notamment, sont dominés par les fonds de pension. Le segment de la retraite correspond à un tiers des membres répondant à l'enquête Af2i et à environ 15 % des encours. Il s'agit des caisses de retraite indépendantes, des régimes Agirc-Arrco, et de provisions des régimes de fonctionnaires, Erafp, et du Fonds de réserve des retraites. Enfin, d'autres provisions de long terme sont gérées par diverses entités, publiques, comme la Caisse

des Dépôts et plusieurs fonds de garantie, ou privées, comme des entreprises, notamment dans les activités nucléaires, et, enfin, par des fondations ou associations.

Leurs portefeuilles diffèrent selon leurs besoins et leur politique de placement. En moyenne, ils sont investis à 72 % en obligations et produits de dettes, 14 % en actions et convertibles, 11 % en actifs alternatifs, immobilier, infrastructures, actions et dettes non cotées, et, enfin, le reste (3 %) en liquidités. Les catégories d'institutions influencent les choix de portefeuilles : plus d'obligations, environ 80 %, et moins d'actions, en dessous de 10 %, pour les assureurs, par exemple. Le segment de la retraite est plus exposé aux actifs de long terme : actions à plus de 20 % et actifs alternatifs à plus de 15 %. Enfin, les portefeuilles de provisions de long terme sont encore plus exposés aux classes d'actifs rentables et risqués, alors que les fonds – dont les besoins sont de court terme –, assurances dépôts ou fondations, comme La Croix Rouge, préféreront les actifs très liquides et moins risqués. La taille de l'institution a également une influence sur les allocations d'actifs, parfois paradoxalement plus orientées vers le long terme !

La logique derrière la politique de placement des institutionnels est progressivement devenue celle de la gestion actif-passif. Il s'agit de gérer les flux financiers de l'actif en relation avec les besoins en liquidité et en montants du passif, ou de ce qui en tient lieu. Une déclinaison de ce que Monsieur Jourdain aurait fait, si Molière était encore des nôtres ! La complexité de la mise en œuvre de ce principe, somme toute bien simple, ne laisse pourtant pas de surprendre tant les difficultés s'accumulent quand sont pris en compte les aspects réglementaires, prudentiels et comptables, sans parler des nombreux véhicules proposés par les marchés dont la créativité est sans limite. Le rôle des équipes d'investissement des institutionnels consiste donc à proposer et à faire adopter, par leurs instances de gouvernance, les allocations d'actifs qui correspondent de la manière la plus adéquate à leurs finalités, et satisfaisant aux quelques contraintes indiquées ci-dessus. Mais bien évidemment, pas à n'importe quel prix : ainsi, les variations des cours des obligations et des Bourses les amèneront à infléchir leurs allocations stratégiques par des paris tactiques révisés plus fréquemment, annuellement ou trimestriellement.

Les investissements sont réalisés directement par des équipes de gestion interne ou délégués à des *assets managers* spécialistes. D'après l'enquête 2019, en moyenne, plus de 70 % des encours sont délégués, et ce plus encore dans les structures plus modestes en taille et pour les classes d'actifs requérant le plus d'expertise, principalement les actions étrangères ou de spécialité, les actions et les obligations non cotées, l'immobilier et les infrastructures, ainsi que certains segments obligataires. Mais les mandats de gestion souscrits ou les véhicules détenus, dans des fonds principalement, reflèteront les besoins et souhaits des institutions. Celles-ci seront donc en veille constante, sur leurs actifs bien sûr, mais aussi sur les opportunités et les risques qui se présentent, ainsi que sur les nouveaux services qui leur permettront de mieux positionner leurs portefeuilles. Parmi les tendances notables, le non-coté et le financement en direct, notamment des entreprises, sont en forte croissance. De même, la prise en compte de critères non financiers génère un besoin conséquent d'informations, d'analyses et de services d'investissement.

## Dimensions extra-financières et responsabilité des investisseurs

Il est assez naturel pour un investisseur détenant depuis longtemps des actifs de considérer les effets de long terme de certains critères n'ayant parfois qu'une faible influence à court terme quand on les compare notamment aux bruits de marché et à la volatilité des cours. En outre, les externalités, c'est ainsi que l'on dénomme les effets secondaires en économie, peuvent être particulièrement favorables ou défavorables au regard de la finalité de l'institution ; par exemple, la prise en compte d'une dérive climatique est indiscutablement un élément important pour un assureur dommage, et plus encore pour un réassureur, car, dans ce cas, le passif comme l'actif du portefeuille vont être impactés par les conséquences

d'accidents naturels aggravés par le réchauffement de la planète. De même, une entité dont l'activité est liée à la santé, comme une institution de prévoyance, sera concernée par la pollution ou le mal-être au travail qui auront des conséquences sur la santé publique, et donc sur son secteur d'activité.

Ainsi, se sont mises en place une approche plus inclusive des financements effectués par les investisseurs et une analyse des effets sociaux et environnementaux en parallèle des résultats financiers, les deux étant parfois compatibles, mais étant bien plus souvent antagonistes, capital et travail étant les deux principaux facteurs de production. Les investisseurs pionniers de ces approches mettaient en place des exclusions dans leurs univers de placement, sur les armes, par exemple, souvent pour des motifs religieux ou humanitaires. Puis se sont développées des démarches d'investissement socialement responsable pour les plus engagés des investisseurs, qui sont aujourd'hui suivis par un grand nombre d'institutions qui mettent en œuvre des politiques d'investissement intégrant les facteurs ESG – E pour environnement, S pour aspects sociaux et G pour gouvernance. La plus radicale des approches, dénommée « investissement d'impact », vise à ne financer que les projets ou entreprises dont les effets sont positifs, selon un critère clairement défini.

Ces nouvelles tendances sont particulièrement marquées en France, leader dans plusieurs de ces domaines. L'enquête Af2i de 2019 indique que plus des deux tiers des répondants intègrent les facteurs extra-financiers dans la constitution de leurs portefeuilles, le double d'il y a trois ans. L'obligation qui leur est faite par l'article 173 de la loi pour la transition énergétique de 2016 – à savoir, rendre compte de leurs actions en matière de climat et d'ESG – n'y est sans doute pas étrangère, mais cela est aussi le résultat de la pression du public, notamment des nouvelles générations, qui sont très sensibles à l'urgence climatique, ou encore d'épargnants mis mal à l'aise par des placements qui ont pu être associés à des scandales et à des comportements choquants de certaines entreprises, comme le Dieselgate l'a montré.

Consciente de ces nouveaux défis et des besoins concrets de ses membres, l'Af2i s'est mobilisée, aidée par les institutions les plus en avance et certains *asset managers* partenaires, pour réaliser plusieurs guides traitant des investissements responsables. Le guide du rapport Article 173 a été le premier. Cette année, deux nouveaux guides ont été publiés qui présentent les repères essentiels de l'investissement ISR/ESG, pour le premier (le guide ISR/ESG), et diverses expériences d'institutions membres de l'Af2i, pour le second (expériences institutionnelles ISR/ESG). Une commission permanente a été constituée pour poursuivre ces travaux, notamment dans deux directions : d'une part, la participation à l'élaboration de nouvelles solutions et de bonnes pratiques, notamment avec les autres associations ou ONG impliquées, et, d'autre part, la poursuite d'actions d'information et de pédagogie. Ces actions seront à dessein conduites avec la volonté de coopérer et de partager les efforts d'adaptation de la sphère réelle, qui, dans certains cas, s'inscriront dans la durée.



Première émission de Green Bonds chinois par la China Construction Bank, sur le Luxembourg Green Stock Exchange, le 28 septembre 2018.

« De nombreux produits “verts” sont à la disposition des investisseurs, comme les Green Bonds, des obligations émises par des entreprises ou des États réservant ce financement exclusivement à des projets “verts” ».

Les questions méritant un approfondissement sont nombreuses et évolueront au fur et à mesure des essais fructueux ou non et de la recherche technique ou économique menés en la matière. Parmi les sujets, on pourra noter les nombreuses interrogations sur les mesures d'impact et leurs caractéristiques statistiques, l'évolution des prix de marché en relation avec les expositions et les stratégies des émetteurs, l'équilibre entre critères de performance financière et impacts extra-financiers. Recherches, réglementations et pressions diverses feront collectivement évoluer les pratiques qui restent aujourd'hui très disparates. Au plan international, les Européens mènent la transformation alors que certains Américains restent dubitatifs. Les grandes institutions comme les grandes entreprises sont les plus avancées, mais certaines des plus petites entités sont particulièrement mobilisées et expertes sur les thèmes sociaux ou environnementaux. Ce sont ces derniers qui font le plus consensus en France, reconnue internationalement pour être en avance sur le thème du climat.

Les premières approches en matière énergétique ont été marquées par un désir d'exclusion, par exemple celle des activités gravitant autour du charbon. Populaire en France, qui a fait un choix marqué en faveur du nucléaire, impopulaire en Allemagne, qui a opéré un revirement vers d'autres formes d'énergies renouvelables. Le réalisme amène davantage à inscrire l'investissement dans une dimension de transition, transition juste si possible, tant l'effet sur l'emploi sera important pour plusieurs secteurs. Mais pourrait-on se passer d'eux ? Les énergies vertes constituent en parallèle une intéressante opportunité de placement. Mais comme tout investisseur expérimenté

le reconnaîtra, on ne saurait investir à n'importe quel prix sans conséquences indésirables. Les lois ne changeront pas grand-chose à l'affaire !

De nombreux produits « verts » sont à la disposition des investisseurs, comme les Green Bonds, des obligations émises par des entreprises ou des États réservant ce financement exclusivement à des projets « verts ». Un effort utile de définition et de contrôle a été réalisé par des organisations internationales comme l'Icma. Ce modèle tend à inspirer d'autres investissements ciblés comme les Social Bonds. L'idée est de mesurer un impact de façon objective et utile à un but identifié. Une offre de fonds à impact, notamment en matière d'environnement, s'est ainsi développée. Mais cela ne représente que de très faibles parties des portefeuilles, moins de 1 % des encours pour les Green Bonds dans l'Enquête Af2i, par exemple. L'essentiel des portefeuilles font l'objet de mesures des émissions, pour le carbone principalement, mais une mesure des autres émissions est aussi réalisée. Les impacts directs et indirects avec les fournisseurs, ainsi que, de plus en plus, les effets induits sont pris en compte.

L'investissement dans les infrastructures peut recouper ces préoccupations, dans l'énergie ou dans le domaine social. Mais il représente un segment plutôt récent au regard de son développement, dont les avantages recherchés sont de natures différentes. L'endettement excessif des États et les crises comme celle des dettes gouvernementales en zone euro ont illustré la relative solidité d'émetteurs traditionnellement considérés comme sans risque. Par ailleurs, les besoins de flux de plusieurs investisseurs institutionnels s'étalent sur des périodes bien

plus longues que celles que les obligations traditionnelles peuvent offrir. Ainsi, la demande des institutionnels, notamment en produits de dettes d'infrastructures, s'est beaucoup développée. Des freins, publics ou politiques notamment, subsistent, mais ils devraient s'atténuer tant l'endettement des collectivités et des États s'est alourdi et tant sont considérables les besoins, aussi bien pour les infrastructures existantes qui vieillissent que pour les nouvelles associées aux transitions énergétique ou numérique.

### Comment accélérer les évolutions et permettre aux investisseurs de jouer pleinement leur rôle ?

L'attitude des responsables politiques paraît parfois bien paradoxale. Dans le domaine des investissements, le cadre réglementaire et comptable est parfois exactement à l'opposé des aspirations économiques et sociales des gouvernements. Dans un rapport au Parlement européen, intitulé « Oser le long terme », de nombreux investisseurs institutionnels, notamment l'Af2i et plusieurs associations professionnelles, ont dressé un bilan des freins à un investissement efficace de leurs portefeuilles au bénéfice de leurs ayants droit. Un début timide de prise de conscience se fait jour à propos de la réglementation des assureurs, Solvabilité 2, des normes IFRS ou encore de la réglementation française des caisses de retraite. Mais ces débuts – trop lents parfois – gaspillent l'énergie et les ressources des investisseurs qui pourraient être utilement mobilisées sur des sujets extra-financiers, par exemple.

Une meilleure compréhension de ces sujets par le grand public et par ses représentants politiques serait certainement un accélérateur pour mieux adapter les services

financiers et leur réglementation. Certes les entités qui investissent doivent continuer leurs efforts pour mieux communiquer avec leurs ayants droit, clients ou affiliés. Un effort de *design*, notamment pour les fonds, plus orienté vers des thématiques bien lisibles par les épargnants, va dans ce sens. Le rapprochement entre ces deux publics, spécialistes et non spécialistes des questions financières, serait particulièrement propice à l'accélération de la mise en œuvre d'initiatives répondant à la question du climat. Les financements en infrastructures seraient également plus nombreux si la confiance se renforçait entre les maîtres d'ouvrage, les collectivités territoriales notamment, et les financeurs privés. La part de financement privé est beaucoup plus importante au Canada ou en Australie, par exemple.

Car il est indéniable que les biais culturels dans notre pays n'ont pas favorisé l'appréhension des questions d'investissement par nos concitoyens. Les scandales financiers font – hélas ! – plus d'effet dans la presse que les trains qui arrivent à l'heure. Il est également indéniable que les investisseurs ont fait beaucoup d'efforts d'adaptation et de réduction de leurs frais divers, contraints il vrai, soit par la compétition, soit par la réglementation. Mais l'avènement d'une finance plus inclusive – un désir bien plus européen, comme nous l'avons déjà souligné –, mettra à mal certains *a priori* ou réflexes. Parmi eux, la différence de logique entre compétition et coopération : la finance classique fondée sur les besoins individuels favorise la compétition, alors que la nouvelle finance, qui intègre des critères extra-financiers portant sur des populations ou des patrimoines communs, repose davantage sur la coopération.