CHRONIQUES DE L'ISR

N°39 - Octobre 2024



Actualité | p.3
SANTÉ PUBLIQUE ET ÉTIQUETAGE NUTRITIONNEL

Point de vue académique | p.4 et 5
PERFORMANCE EN MATIÈRE DE DURABILITÉ ET COÛT DU CAPITAL

L'équipe Investissement Responsable en action | p.7
UNE NOUVELLE POLITIQUE D'EXCLUSION SUR L'HUILE DE PALME POUR LUTTER CONTRE LA DÉFORESTATION

EDMOND DE ROTHSCHILD

Éditorial

LE RAPPORT DRAGHI POUR UNE COMPÉTITIVITÉ ET UNE CROISSANCE DURABLE EN EUROPE



JEAN-PHILIPPE DESMARTIN
Directeur de l'Investissement Responsable

Mario Draghi, ancien premier ministre italien et président de la BCE, a remis en septembre son rapport sur la compétitivité commandé par la nouvelle commission européenne. Dans un contexte de ralentissement depuis 10 ans de la croissance en Europe, il se concentre sur les enjeux vitaux de compétitivité face aux Etats-Unis et à la Chine. Draghi passe en revue trois priorités : l'innovation, la décarbonation et la sécurité. En mettant au cœur de la compétitivité et de la croissance la transition énergétique et environnementale en cours de l'économie européenne pour respecter les accords de Paris, y compris l'économie circulaire, Draghi souffle le chaud. Il rappelle en effet l'importance de tenir les objectifs climat en s'appuyant notamment sur les positions fortes que les acteurs européens ont dans les technologies propres telles que l'éolien, les pompes à chaleur, le stockage d'énergie ou encore l'hydrogène. A l'heure où 77% des entreprises européennes indiquent ne pas pouvoir toujours trouver sur le marché les compétences nécessaires, cela passera par la formation initiale et continue de millions de salariés pour se reconvertir ou intégrer directement ces secteurs porteurs.

Dans le même temps, Draghi souffle aussi le froid avec raison en appelant à la modération après l'hyper inflation des 5 dernières années en matière de régulation sur les sujets de développement durable. Il recommande de simplifier le cadre réglementaire européen sur la durabilité. Le rapport aborde en particulier la régulation CSRD dédiée au reporting ESG des entreprises en insistant en particulier sur les difficultés rencontrées par les petites et moyennes entreprises. D'autres règlementations (SFDR, Taxonomie verte…) sont aussi listées. Rappelons que le développement durable n'a pas forcément besoin d'usines à gaz, dont se réjouissent les avocats, auditeurs et autres consultants, pour avancer.

Au final, reste « the elephant in the room ». Faisant référence au plan Marshall, l'ensemble des besoins de financement est estimé à 800 milliards d'euros par an, soit l'équivalent de 5% du PIB européen, via la mobilisation de financements publics et privés.

Bonne lecture !

Chaire Finance Durable et Investissement Responsable

FIR FORUM POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

PRI Principles for Responsible Investment

Edmond de Rothschild Asset Management co-sponsorise la Chaire Finance Durable et Investissement Responsable, co-dirigée par l'École Polytechnique et la Toulouse School of Economics et co-sponsorise le prix européen de la recherche FIR - PRI.

SANTÉ PUBLIQUE ET ÉTIQUETAGE NUTRITIONNEL

L'obésité est un problème sanitaire croissant affectant des millions de personnes à travers le monde. D'après l'OMS, 2 milliards de terriens, soit environ 1 personne sur 8, dans le monde sont considérés comme étant en surpoids ou obèses. La consommation de produits alimentaires à faible valeur ajoutée nutritionnelle, ou « junk food », y joue un rôle majeur. Les preuves s'accumulent contre la nourriture industrielle ultra-transformée, qui rendent accros les consommateurs les plus vulnérables.

La stratégie de santé européenne prône la transparence nutritionnelle plus que l'interdiction ou la taxation afin d'informer et in fine d'influencer le choix alimentaire des consommateurs. Pour cela plusieurs outils sont à disposition du public. Le Nutri-Score, un étiquetage nutritionnel créé en 2017, est basé sur un code couleurs allant de A (meilleure qualité nutritive) à E (plus mauvaise qualité nutritive). Il est soutenu par plusieurs associations de consommateurs et vise à informer les acheteurs sur les valeurs nutritionnelles des produits. Début 2024, 1 359 marques étaient engagées en faveur du Nutri-Score sur le marché français dont certaines grandes entreprises comme Danone, Franprix, Nestlé, Caudalie ou Picard. En revanche, des géants de l'agro-alimentaire s'y opposent encore comme Coca-Cola, Lactalis, Mondelez, Ferrero ainsi que des producteurs locaux.

Outre l'étiquetage des produits, plusieurs applications éclairent sur la qualité nutritionnelle de nombreux aliments. La plus connue, Yuka, utilisée par 55 millions consommateurs, permet de lire le code-barre de produits alimentaires et cosmétiques, et ainsi de générer une couleur (vert, orange ou rouge) et une note sur 100. Les produits sont évalués selon des critères nutritionnels, sanitaires (additifs/ dangerosité sur la santé) et environnementaux (labellisation bio).

L'application « QuelProduit », de son côté, tient compte de la composition, de la qualité nutritionnelle et environnementale des produits alimentaires, cosmétiques et ménagers évalués par le fonds de dotation de l'UFC Que Choisir.

Le Nutri-Score et ces applications orientent potentiellement l'achat de nombreux produits par les consommateurs, poussant les industriels à reformuler leurs produits pour obtenir de meilleures notes. Ces derniers, n'hésitent par ailleurs pas à s'emparer du Nutri-score comme argument marketing, quand il leur est favorable. Selon Eurofins, ce score est désormais présent sur près de la moitié des produits vendus en grande surface. Et c'est le score A qui est le plus représenté.

La récente annonce par Danone de l'abandon de l'étiquetage du NutriScore pour certains de ses produits après la modification des règles de calcul a remis en question le caractère volontaire de cet outil informationnel devenu un outil marketing, et donc abandonné lorsqu'il devient défavorable.

Son adoption obligatoire est largement débattue au niveau européen, avec des oppositions de la part de certains industriels. La Commission européenne a reporté ses échéances arguant de l'importance de finaliser son étude d'impact avant de proposer un projet règlementaire destiné à harmoniser au sein de l'UE le logo nutritionnel qui sera affiché sur les produits alimentaires.



PERFORMANCE EN MATIÈRE DE DURABILITÉ ET COÛT DU CAPITAL

L'application désormais généralisée des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) a mis en lumière de nombreuses questions sans réponse dans l'univers financier. Il n'existe pas de consensus concernant le lien entre les performances en matière de durabilité et le coût des capitaux propres et de la dette. Cependant, la plupart des recherches témoignent d'une relation négative entre ces variables. À l'inverse, d'autres études concluent à une relation positive entre ces variables ou à une relation non concluante. Les auteurs affirment que les détenteurs de dettes et les propriétaires d'actions ne sont pas exposés aux mêmes risques. Il est donc peu probable qu'ils réagissent de la même manière aux pratiques de durabilité. En outre, de plus en plus d'études montrent que d'autres facteurs ont un impact sur cette corrélation, comme l'appartenance à un secteur spécifique et certains facteurs nationaux tels que la prise en compte des parties prenantes, la transparence financière et la gouvernance.

Cette étude vise précisément à combler cette lacune de la littérature. Dans leur recherche, les auteurs ont utilisé une analyse du lien entre les deux variables du coût du capital des entreprises et la performance en matière de durabilité à l'échelle européenne, et ont examiné la réaction du coût des capitaux propres et du coût de la dette à l'évolution des performances en matière de durabilité dans le même cadre de recherche.

APPROCHE GLOBALE

Pour répondre à cette question, deux échantillons ont été étudiés : l'échantillon pour l'étude du coût de la dette, qui englobe 388 entreprises dans un échantillon de 4383 observations d'années-entreprises, et l'échantillon pour l'étude du coût des capitaux propres, qui comprend 4276 observations d'années-entreprises sur 413 entreprises. Toutes les entreprises font partie de l'indice STOXX Europe 600 et appartiennent à 17 pays de l'Union européenne, sur une période allant de 2002 à 2018. Cette étude utilise une mesure ex-ante du coût des fonds propres, à partir de modèles reposant sur la croissance anormale. Dans cette étude, les performances en matière de durabilité ont été mesurées à l'aide d'un score ESG, qui repose sur la moyenne pondérée des scores ESG et du score des controverses ESG.

RÉSULTATS

Les auteurs sont allés plus loin en évaluant les effets reposant sur des analyses académiques opposées. Les résultats de cette étude témoignent d'une relation positive statistiquement significative entre le coût de la dette d'une entreprise et sa performance en matière de durabilité. Autrement dit, les prêteurs voient les activités liées à la durabilité comme un gaspillage des ressources des entreprises, conformément à la théorie du surinvestissement. En ce qui concerne le coût des fonds propres, les résultats témoignent d'une relation négative avec la durabilité des entreprises. Cela tend à montrer que les marchés actions perçoivent les investissements durables comme une source de valeur, probablement via des arguments reposant sur la notion d'atténuation des risques.

Après une segmentation de l'échantillon entre les entreprises dont les performances en matière de durabilité sont inférieures ou supérieures à la moyenne du secteur, les résultats montrent que les prêteurs pénalisent les entreprises qui redoublent d'efforts pour devenir leaders du secteur en matière de durabilité, sans pour autant trouver de preuves qu'ils récompensent celles qui investissent moins que leurs concurrents dans ce domaine. Un lien inverse est toutefois observé concernant la perception des pratiques durables par les marchés actions. En effet, les investisseurs pénalisent les entreprises qui sont à la traîne en matière de durabilité en exigeant des primes d'émission plus élevées, alors qu'aucune corrélation significative n'est constatée pour les leaders en la matière. Ce constat tend à indiquer que la performance moyenne en matière de durabilité des entreprises est optimale, puisque les investisseurs pénalisent les performances inférieures à celles du secteur alors que les prêteurs sanctionnent les performances qui y sont supérieures. Les résultats montrent également que le lien n'est statistiquement significatif qu'en période de stabilité, ce qui implique que la durabilité n'est pas un facteur pertinent pour les marchés financiers en période de crise. Selon

les études menées, en période de crise, les entreprises cherchent avant tout à éviter les difficultés financières et la faillite et à pérenniser leur rentabilité. Dans ces circonstances, les effets positifs potentiels de la durabilité sur le coût du capital, en réduisant la probabilité d'événements négatifs ou en augmentant le capital moral, deviennent secondaires. Ainsi, la performance financière à court terme est privilégiée par rapport à la performance à long terme en matière de durabilité.

CONTRIBUTIONS DE L'ÉTUDE À LA LITTÉRATURE

Cette étude aide à mieux comprendre l'évaluation des performances des entreprises en matière de durabilité par les marchés financiers. Les résultats montrent que les prêteurs et les investisseurs adoptent des positions divergentes, ce qui oblige les sociétés de gestion socialement responsables à pondérer le coût de chaque source de capital lors de l'allocation des ressources de l'entreprise. Deuxièmement, les auteurs ont examiné la manière dont les marchés financiers percevaient les bons et les mauvais élèves en matière de durabilité au sein d'un même secteur, afin de tenir compte de ses singularités. Tous les secteurs ne réagissent pas aux mêmes facteurs de durabilité. Les détenteurs d'actions récompensent les mauvais élèves qui investissent néanmoins dans la durabilité, tandis que les détenteurs de dettes pénalisent les bons élèves. Globalement, positionner la durabilité d'une entreprise autour de la moyenne de son secteur génère le plus de valeur. Troisièmement, les auteurs ont contribué à la littérature qui s'intéresse aux chocs externes et ont constaté que les performances en matière de durabilité en période de crise ne sont pas correctement évaluées par les propriétaires d'actions et les détenteurs d'obligations.

STRATÉGIE À SUIVRE

Les résultats indiquent un niveau optimal d'investissement en matière durabilité, puisque les prêteurs et les investisseurs semblent pénaliser les entreprises qui surinvestissent dans la durabilité (performance de l'entreprise en la matière supérieure à la norme du secteur) et récompenser celles qui sous-investissent (performance inférieure à la norme du secteur). Un écart de 10 % par rapport à la moyenne du secteur a un impact d'environ 4 points de base sur le coût de la dette et le coût du capital. Selon les tests de résistance, les prêteurs ne sont sensibles qu'aux entreprises qui surinvestissent dans la durabilité, tandis que les investisseurs ne sont sensibles qu'à celles qui y sous-investissent.

CONCLUSION

Les auteurs de l'étude ont constaté que les marchés de la dette et des actions examinaient les performances ESG, mais selon des approches différentes, ce qui oblige les dirigeants d'entreprise à adopter des stratégies diverses. Si les bonnes performances ESG sont associées à un coût des capitaux propres plus faible, la relation est positive concernant le coût de la dette. La relation avec le coût des capitaux propres est pénalisée pour les mauvais élèves en matière de performance ESG par rapport à leurs concurrents, et le score moyen de durabilité des entreprises du même secteur est à peu près optimal pour équilibrer le coût des capitaux propres et le coût de la dette. Cela montre que les entreprises doivent trouver un équilibre dans leurs pratiques ESG afin de minimiser le coût du capital. Cette étude démontre également qu'en période de crise financière, la durabilité et le degré de sous-investissement ou de surinvestissement dans ce type d'activité ne sont plus des indicateurs pertinents pour les prêteurs et les investisseurs. Globalement, dans le même cadre de recherche, nous avons constaté que les composantes du coût du capital des entreprises se comportent différemment en fonction de l'évolution des performances en matière de durabilité. Enfin, les enjeux environnementaux et sociaux, comme le changement climatique, ont entraîné une évolution majeure des politiques, comme l'Accord de Paris, qui vise la neutralité climatique d'ici la fin du siècle et qui contraint les responsables politiques à comprendre comment les marchés de capitaux évaluent les activités durables et à établir en conséquence une réglementation claire.

Gonçalves, Tiago Cruz, João Dias et Victor Barros. 2022. Performance en matière de durabilité et coût du capital. International Journal of Financial Studies, n°10 : 63. https:// doi.org/10.3390/ijfs10030063



Victor Barros

est professeur associé de finance à l'ISEG - Lisbon School of Economics and Management, qui fait partie de l'Université de Lisbonne. Il est titulaire d'un doctorat en gestion et d'une maîtrise en finance de l'ISEG. Il a également suivi des formations exécutives dans des institutions internationales telles que Columbia University, Harvard Business School et NYU Stern School of Business. Il est titulaire du CFA® charterholder et du Portuguese Certified Accountant.

Il enseigne principalement la finance dans le cadre de programmes de premier cycle, de maîtrise, de doctorat, de MBA et de formations exécutives. Il est coordinateur du Master et du Bachelor en finance ainsi que du programme exécutif en finance durable de l'ISEG. En parallèle, il est conseiller pédagogique de l'ISEG pour le CFA Institute Research Challenge. Ses recherches portent sur la finance, et plus particulièrement sur les décisions de financement des entreprises, l'évasion fiscale des entreprises, l'évaluation des politiques fiscales et les performances durables/ESG.



Tiago Rodrigues Gonçalves, Ph.D.,

est professeur assistant invité à l'ISEG - Lisbon School of Economics and Management, Universidade de Lisboa, Portugal. Ses recherches portent sur la gestion des connaissances, la gestion des ressources humaines ainsi que la psychologie et le comportement organisationnels. Ses recherches sont publiées dans des revues internationales et présentées lors de conférences de premier plan.

EDP RENOVAVEIS

EDP Renovaveis est une entreprise portugaise spécialisée dans la production d'énergie renouvelable à travers l'exploitation de parcs éoliens terrestres (80% des capacités) mais aussi la mise en œuvre de plus en plus de fermes solaires. Géographiquement, ses capacités de production sont principalement situées aux Etats-Unis (49%), en Europe (34%) et en Amérique latine (9%).

Signataire du Global Compact depuis 2013, sa démarche en matière de durabilité est ancienne et bien structurée. 100% de ses actifs de génération d'électricité sont certifiés ISO 14001. Affichant une ambition Net Zero en matière de climat d'ici 2040, 99,8% des revenus et des investissements de EDPR sont d'ores et déjà alignés avec la taxonomie verte européenne.

En matière sociale, l'entreprise, en développement régulier, créée structurellement de l'emploi durable et local. L'effort de formation des salariés est satisfaisant et les résultats en matière de prévention des accidents du travail sont positifs.

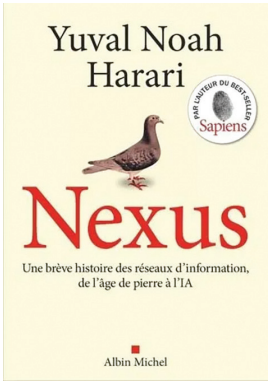
Contrôlée à plus de 70% par la maison-mère Energia de Portugal (EDP), EDPR se démarque positivement en terme de gouvernance par le respect du « *one share, one vote* », une équipe dirigeante de qualité arrivée en 2021 suite à un scandale de corruption qui avait conduit au départ de l'équipe précédente, une bonne qualité de la communication financière comme extra-financière et un taux satisfaisant de 50% d'indépendance du conseil d'administration.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

UNE VISION SANS ANGÉLISME DE L'IA

Notre espèce, l'« homo sapiens » ou homme sage, porte parfois mal son nom. Depuis des milliers d'année les technologies de l'information ont apporté vérité et/ou ordre. Or si la vérité a le plus souvent apporté la sagesse, la recherche de l'ordre a aussi contribué à la recherche du pouvoir au détriment de la sagesse. L'IA révolutionne car elle est capable de prendre des décisions et de générer des idées par elle-même, d'où la question de sa capacité à dominer l'homme un jour dès lors que l'IA est à même de remplacer l'humain dans la prise de décision. Face aux risques pour nos démocraties, le message en conclusion est simple. Il faut s'assurer en permanence que nos institutions et réseaux d'information sont dotés de puissants mécanismes d'autocorrection à même de répondre efficacement au mythe d'une l'infaillibilité et d'une prévisibilité de l'IA dont on ne maîtrise pas les limites de ses algorithmes.

A lire pour votre intelligence humaine !



Nexus

Une brève histoire des réseaux d'information, de l'âge de pierre à l'IA

de Yuval Noah Harari

Environnement : 754 303 vs 753 905

En Norvège, les véhicules électriques sont plus nombreux que ceux à essence, une première mondiale

Source : Conseil d'information sur le trafic routier (OFV)

Social : 3,6 Mds

Entre 3,3 et 3,6 Mds d'humains vivent dans des zones à haute vulnérabilité climatique

Source : Sixième rapport du GIEC

UNE NOUVELLE POLITIQUE D'EXCLUSION SUR L'HUILE DE PALME POUR LUTTER CONTRE LA DÉFORESTATION

Alors que la Commission européenne a proposé de retarder de 12 mois la mise en œuvre du règlement de l'UE sur la déforestation (EUDR), le sujet de la déforestation reste un enjeu majeur à la fois dans la lutte contre le changement climatique et contre la perte de biodiversité.

La consommation des Etats-membres de l'Union européenne contribue en effet considérablement à la déforestation et à la dégradation des forêts à l'échelle mondiale. D'après les estimations de l'analyse d'impact du règlement européen de déforestation, sans intervention réglementaire appropriée, la déforestation due à la consommation et à la production dans l'UE de seulement six produits de base (les bovins, le cacao, le café, le palmier à huile, le soja et le bois) augmenterait pour atteindre 248 000 hectares par an d'ici à 2030[1].

C'est pourquoi nous avons intégré une nouvelle corde à notre arc en matière de politiques d'exclusion, un outil que nous estimons nécessaire en dernier recours lorsque l'engagement par exemple ne peut pas suffire ou que les risques à la fois financiers et extrafinanciers sont trop importants.

Pour commencer, nous avons donc intégré la déforestation liée à la production de l'huile de palme, car elle est considérée comme la première cause de déforestation dont l'Union Européenne est responsable (34%)[2]. Les risques liés à la culture et au commerce d'huile de palme sont la déforestation et la dégradation des forêts, l'appropriation des terres et les violations des droits humains.

Ayant peu de moyens de nous assurer que la plantation de palmiers n'a pas entrainé de déforestation, nous nous basons sur 2 outils complémentaires : la certification RSPO[3] (Roundtable on Sustainable Palm Oil ou Table ronde sur l'huile de palme durable) avec les exigences les plus strictes qui semble une bonne mesure d'atténuation des risques sur laquelle nous pouvons nous appuyer, ainsi que les controverses qui révèlent des mauvaises pratiques environnementales et/ou sociales.

Nous améliorerons notre politique d'exclusion et nos analyses au fur et à mesure de la mise à disposition d'outils et de données comparables.

1. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32023R1115

2. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32023R1115

3. La certification RSPO garantit aux particuliers que les membres de la RSPO qui produisent ou manipulent physiquement de l'huile de palme durable certifiée RSPO (CSPO) ont obtenu la certification RSPO. Cela inclut l'assurance que le membre s'est engagé et s'est conformé aux exigences de durabilité, et peut revendiquer son statut de certification et le communiquer tout au long de la chaîne d'approvisionnement.

COMMUNICATION PUBLICITAIRE. Octobre 2024. Document non contractuel exclusivement conçu à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. « Edmond de Rothschild Asset Management » ou « EdRAM » est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Mangement du groupe Edmond de Rothschild.

EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
47 rue du Faubourg Saint-Honoré / FR - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 – 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com



EDMOND
DE ROTHSCHILD