

■ L E S A M I S D E ■
l'École de Paris

<http://www.ecole.org>

**Séminaire
Économie et sens**

organisé en collaboration avec le Collège des Bernardins, avec l'appui de la Fondation Crédit Coopératif et grâce aux parrains de l'École de Paris :

Algoé¹
ANRT
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
EADS
École des mines de Paris
Erdyn
ESCP Europe
ESSILOR
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
Fondation Roger Godino
France Télécom
FVA Management
Groupe ESSEC
HRA Pharma
HR VALLEY²
IDRH
IdVectoR¹
Institut de l'entreprise
Kurt Salmon
La Fabrique de l'industrie
La Poste
Lafarge
Mairie de Paris
Ministère de la Culture
Ministère du Redressement productif,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF
Thales
Total
UIMM
Unicancer
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources technologiques et innovation
² pour le séminaire Vie des affaires

(Liste au 1^{er} juin 2013)

**OÙ EN EST VRAIMENT
L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE ?**

par

Jean-Philippe DESMARTIN
Banque Oddo & Cie

Séance du 20 mars 2013
Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

En bref

Depuis quinze ans, de drôles de financiers sont apparus sur les marchés. Là où leurs confrères jouent avec les nanosecondes, ils se soucient de l'avenir de nos petits-enfants ; là où la profitabilité immédiate semble être le seul horizon, ils parlent de valeur sociétale et d'éthique. Alors, utopistes égarés dans le monde des traders ? Certes non ! Ce sont des analystes rigoureux, connaisseurs de la réalité des entreprises qu'ils auscultent en médecins soucieux de leur bonne santé, et non en maquignons ne songeant qu'à les vendre à l'encan. Et, qui plus est, ce sont aussi des financiers, des vrais, attentifs à garantir à leurs mandants la profitabilité raisonnable des fonds qui leur sont confiés. Les financiers responsables seraient-ils alors une espèce en voie d'apparition ?

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Jean-Philippe DESMARTIN

Après des études de droit, de finance et de gestion, j'ai travaillé quelques années dans l'ingénierie financière classique. Je m'y suis rendu compte que, pour comprendre le développement des entreprises et leur réussite sur le long terme, il fallait certes avoir un certain bagage en économie, comptabilité, finance et stratégie, mais que tout cela était insuffisant et que le monde des investisseurs manquait d'un regard sur la dimension sociale. Les hasards de la vie m'ont fait rencontrer des gens, à Fontainebleau, qui pensaient de même. Ils avaient créé une petite agence, AReSE, premier acteur, en France, à fournir de l'information et de l'analyse dites extra-financières sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance. J'ai rejoint cette petite équipe à la fin des années 1990. En 2002, AReSE a été adossée au projet de Nicole Notat, ancienne secrétaire générale de la CFDT (Confédération française démocratique du travail) et présidente de l'agence extra-financière Vigeo. J'ai également collaboré avec Innovest, une agence américaine similaire, puis j'ai créé ma propre société de conseil afin de travailler avec les entreprises et pas seulement avec les investisseurs. Cela m'a permis d'intervenir très concrètement sur des sujets de développement durable et de responsabilité sociale des entreprises (RSE), soit au niveau des groupes, soit dans les filiales sur le terrain. En 2005, j'ai rejoint la banque Oddo & Cie avec qui je collaborais depuis deux ans.

Qu'est-ce que l'investissement responsable ?

Il n'existe pas à ce jour de norme, européenne ou mondiale, qui définisse ce qu'est l'investissement socialement responsable (ISR). Pour moi, c'est une pratique d'investissement qui intègre des éléments non strictement financiers dans la décision d'allocation des fonds. Je compléterai cette définition par celle que donne Novethic, agence dépendant de la Caisse des Dépôts et Consignations qui, depuis 2009, labellise sur leur transparence des fonds proposés au grand public : pour eux, c'est un investissement qui consiste à prendre en compte, outre les considérations financières, des critères extra-financiers dans le cadre d'une gestion d'actifs financiers... Les critères extra-financiers retenus dans le cadre de l'impôt sur le revenu sont généralement classifiés selon trois piliers fondamentaux, ceux des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Dans cette définition, la dimension sociale est prise en compte dans le cadre d'une définition large, à l'anglo-saxonne, intégrant non seulement les questions des ressources humaines mais aussi celles concernant l'intégration des territoires, les relations avec les fournisseurs et la *supply chain*, les enjeux de traçabilité et de qualité, la satisfaction du client, les relations avec la société civile, etc., toutes choses que l'on pourrait regrouper sous le vocable de *sociétal*. Mais la sensibilité aux questions sociales diffère selon les pays et, en France, l'appétence pour ces questions est beaucoup plus forte qu'en Grande-Bretagne où ce sont les questions de gouvernance qui priment, ou qu'en Allemagne où ce sont plutôt celles touchant l'environnement qui retiennent l'attention.

Cela dit, depuis des générations, l'investisseur classique intègre des éléments non strictement financiers dans sa décision d'investissement. Avant d'investir dans une compagnie aérienne, un gérant traditionnel un peu expérimenté s'intéressera par exemple, au-delà des questions éthiques, aux accords entre la direction et le syndicat des pilotes et il anticipera les enjeux de leur renégociation : dans une telle entreprise, l'impact d'une grève est immédiat sur le chiffre d'affaires alors que la structure des coûts reste identique. Depuis le développement des fonds socialement responsables, il y a une quinzaine d'années, la nouveauté qu'ils apportent va être l'approche systématique, structurée et mesurée des sujets ESG alors que, par le passé, une telle démarche n'était que ponctuelle et peu formalisée. C'est donc une approche complémentaire qui vient appuyer l'analyse financière traditionnelle sans la supplanter.

Ce monde de l'investissement responsable comporte au moins deux dimensions. D'un côté, vous trouvez les fonds de partage et les fonds solidaires qui représentent environ 10 % du total, en France comme aux États-Unis où l'on parle également de fonds communautaires. Ces fonds ont comme spécificité que l'investisseur particulier sait à l'avance en toute transparence

que la plus-value ou le dividende du produit financier ira, dans une logique de don et non d'optimisation financière, au soutien de telle ou telle initiative à objet social, environnemental ou humanitaire. Pour le reste, les fonds sont des produits de long terme dont le but est le financement de l'économie réelle et le développement de nos sociétés, but fondamental de toute économie mais que certains financiers semblent avoir un peu oublié.

Une grande diversité d'instruments

Le développement de cet investissement responsable s'est fait en plusieurs étapes qu'il ne faut pas voir comme des jalons historiques mais plutôt comme des éléments complémentaires. Il faut tout d'abord évoquer les fonds éthiques : cela fait des siècles que toutes les grandes religions monothéistes ont développé des pratiques d'investissement éthique. Aujourd'hui, aux États-Unis, 90 % de cette masse d'investissements responsables, qui s'élève à plusieurs milliers de milliards de dollars, relèvent d'une simple approche d'exclusion : on choisit de ne pas investir dans le tabac, l'alcool, etc. Ces critères d'exclusion, au fil du temps, se sont actualisés. Les quakers, par exemple, qui se refusaient jadis à investir dans l'esclavage et les armes, refusent aujourd'hui de le faire dans le tabac.

La deuxième étape importante est celle de l'activisme actionnarial qui a démarré dans les années 1960-1970, surtout dans les pays anglo-saxons où les placements en actions sont très largement répandus, ce qui donne au moindre investisseur un droit de parole dans les assemblées générales des entreprises et la possibilité de déposer des résolutions. Cela s'est largement exprimé à l'occasion de grands débats de société, en particulier durant la guerre du Vietnam, avec la mise en cause des entreprises chimiques produisant par exemple l'agent orange, exfoliant largement déversé sur les populations locales. Ce type d'action s'est également développé à l'encontre des multinationales américaines et européennes implantées, dans le contexte de l'Apartheid, en Afrique du Sud et il y a contribué, entre autres facteurs, à l'évolution sans violence du régime politique alors en place jusqu'au début des années 1990.

La troisième étape, celles des années 1990, est celle des fonds thématiques, souvent à visées environnementales, qu'on a appelé les *ecofunds*. On passe alors d'une contestation critique, voire négative, à une vision plus positive et à l'investissement dans des solutions. Je suis personnellement arrivé dans ce domaine grâce à la formalisation en 1987 du concept de développement durable par le rapport Brundtland, officiellement intitulé *Notre avenir à tous* et rédigé à l'initiative de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU. Ce rapport acte la prévalence de l'économie de marché mais il prône également un développement équilibré sauvegardant les intérêts des générations futures en intégrant les nécessaires équilibres de long terme entre développement économique et questions sociales et environnementales. Il propose donc les bases d'un langage universel, sur la base d'une approche macroéconomique et planétaire, pouvant être débattu par tous les courants politiques, religieux ou autres.

Cette formalisation est évidemment éloignée des préoccupations quotidiennes d'un analyste travaillant sur l'action ou l'obligation d'une entreprise, mais c'est une approche intéressante et novatrice qui se déclinera par la suite dans le cadre de la RSE pour les entreprises. C'est aussi de cette effervescence que naîtra la profession d'analyste spécialiste de ces questions extra-financières. À cette époque, nous ne disposions que de très peu de moyens humains, financiers ou académiques et nous étions, et sommes toujours d'ailleurs, dans l'expérimentation et l'innovation continues. De quelques centaines à l'époque, nous sommes maintenant quelques milliers à l'échelle mondiale et des enseignements sur ces sujets sont désormais apparus dans le monde académique, ce qui est fondamental pour sensibiliser les décideurs du public et du privé qui seront aux commandes dans les décennies à venir. Les choses se sont également améliorées sur le plan des ressources financières.

Une autre étape importante est franchie quand, en 1999, les Nations unies créent le *Global compact*, ou *Pacte mondial*, initiative visant à inciter les entreprises du monde entier à adopter une attitude socialement responsable en s'engageant à intégrer et à promouvoir plusieurs

principes relatifs aux Droits de l'Homme, aux conditions de travail, à l'environnement et à la lutte contre la corruption.

Depuis 2006, avec la création des principes pour l'investissement responsable (PRI - *Principles for Responsible Investment*) à l'initiative des Nations unies, un nombre croissant d'investisseurs s'engage à intégrer progressivement les considérations environnementales, sociales et de gouvernance, non seulement sur leurs fonds spécialisés ISR (investissement socialement responsable) qui ne représentent encore que 2 ou 3 % de leurs actifs mais aussi, dans la durée, sur l'ensemble des fonds et classes d'actifs qu'ils gèrent. Début 2013, plus d'un millier d'investisseurs dont Oddo Asset Management gérant plus de 30 trillions de dollars américains, soit environ 30 % des actifs financiers gérés dans le monde, ont signé ces engagements. C'est un courant majeur qui vient de démarrer et qui est appelé à se développer sur le long terme.

En définitive, l'Europe est plutôt en pointe sur ces sujets innovants, aux côtés de l'Australie et de quelques pays émergents comme le Brésil ou l'Afrique du Sud.

La banque Oddo & Cie

Je travaille donc désormais à la Banque Oddo & Cie. Les racines de cet établissement financier discret remontent à 1849 et c'est une des dernières banques en France dont le capital soit détenu majoritairement par des personnes physiques : la famille Oddo actionnaire à 45 % depuis cinq générations et les salariés, détenteurs de 30 % des actions.

Bien qu'insérée dans les contraintes de la finance moderne, sa stratégie est plutôt orientée vers le long terme, ce qui joue sur la culture de l'entreprise et impacte très concrètement sa façon d'investir. La façon d'analyser les entreprises telle que la pratique Oddo est dite fondamentale : avant d'investir dans une entreprise, on essaie de la connaître et de connaître son management. Warren Buffet a énoncé des préceptes simples, à savoir : « *J'investis dans une entreprise dont le management est honnête et dont je comprends les activités.* » Nous ne travaillons pas sur des signaux de marché purement quantitatifs et nous restons en prise avec la réalité du monde économique.

Avant de rejoindre cette banque, je faisais déjà pour elle des notes sur le développement de l'investissement responsable et sur le sens que pourrait avoir pour elle ce nouveau domaine. Il est vite apparu que c'était cohérent avec son métier de base de banque d'investissement orientée sur le long terme et que cela complétait sa vision classique, notamment sur trois points essentiels. Quand on s'intéresse aux questions RSE, on est sur des sujets extrêmement concrets pour les entreprises et c'est une façon très efficace de comprendre comment elles fonctionnent, quels sont leurs modèles de développement et comment ils évoluent. Par exemple, pour un producteur d'électricité comme EDF, quel que soit son mix énergétique, les questions de changement climatique sont structurellement importantes. La façon dont une société de services informatiques développe ses ressources humaines dans des pays émergents comme l'Inde, l'Europe de l'Est ou le Maghreb, dans des logiques d'*offshoring*, impacte profondément son évolution future. Il y a donc un grand intérêt, pour un investisseur de long terme comme Oddo, à intégrer ces questionnements dans l'analyse fondamentale des entreprises dans lesquelles elle est susceptible d'investir.

Un autre élément important dans l'approche d'Oddo est la façon dont nous questionnons la qualité du management des entreprises étudiées, tant de l'équipe dirigeante que de l'encadrement intermédiaire. Une entreprise qui sait gérer ses affaires au quotidien, c'est bien, mais une entreprise qui est capable de regarder plus loin, en termes d'opportunités et de risques sur le long terme, qui sait s'ouvrir à la société et accepter d'être questionnée non seulement par ses clients et ses actionnaires mais aussi par d'autres parties prenantes, et qui entretient un dialogue de qualité avec ses salariés, présente à nos yeux les facteurs de qualité, de compétitivité et donc de performance globale.

Nos travaux de prospective et leur diffusion contribuent également à l'amélioration de l'analyse des états financiers des entreprises suivies. Ainsi, dès 2005, nous avons montré que la thématique de l'efficacité énergétique allait être une source de croissance importante pour de nombreux acteurs dans le domaine des biens d'équipement, tels Schneider ou ABB, et ces études qui nous ont permis de quantifier tout cela ont connu un succès certain.

Valeur sociétale ou profitabilité ?

J'ai fait de l'ingénierie financière, j'ai été consultant, mais je fais désormais ce métier parce que je considère qu'il apporte des équilibres nécessaires à nos sociétés. J'ai la satisfaction de faire un métier dans lequel, en tant que citoyen, j'ai l'impression d'être utile. Dans ce domaine, nous sommes sur des préoccupations de long terme. Les effets du changement climatique s'envisagent à l'horizon 2100. Mes filles, nées en 2005 et 2010, ont statistiquement de bonnes chances d'être encore en vie à cette date : elles vivront donc les conséquences de décisions qui sont prises aujourd'hui et auxquelles je contribue. De telles considérations mettent en prise avec la réalité, quand bien même nous travaillons sur des sujets dont l'échéance paraît bien lointaine, et sont un facteur important de satisfaction.

Nos sujets d'étude touchent au management et à l'analyse des risques et opportunités environnementales. Ils touchent également à la gestion des ressources humaines, à l'organisation de la *supply chain* et aux enjeux de la traçabilité dans des secteurs sensibles comme l'agroalimentaire. Pour cela, nous disposons d'outils multiples : nous réalisons des analyses de score, de typologie, de scénarios, etc. Nous ne couvrons que des entreprises européennes mais dont les activités sont de plus en plus mondialisées (Amérique du Nord, Japon, pays émergents...) avec des difficultés de visibilité et d'accès à une information pertinente, consolidée et pérenne.

La question se pose souvent de savoir si l'intégration de tels critères ne pénalise pas l'investisseur dont l'objectif premier et légitime est d'optimiser le rendement de son apport sous la contrainte du risque. La bonne nouvelle sur ce point, avec une quinzaine d'années de recul, confirmée tant par les praticiens que par les travaux académiques, et ce partout dans le monde, est que ce type d'investissement ne fait pas mieux que le marché mais ne fait pas pire ! La différence est dans la valeur sociétale que vos produits peuvent offrir et que votre analyse extra-financière démontre, d'où l'importance pour nous d'être transparents et de bien expliquer notre démarche.

Pour alimenter les travaux que nous publions depuis 2005, nous maintenons un niveau de sélectivité important puisque nous éliminons, sur une couverture européenne, une entreprise sur deux. Nous sommes également capables de démontrer, au travers des allocations que nous proposons et sur des horizons de cinq à dix ans, une réduction de l'exposition au risque de corruption ou au risque climatique, et des opportunités, par exemple en matière d'efficacité énergétique. L'investisseur traditionnel n'a donc ni à renoncer à une partie de sa profitabilité, ni à augmenter son exposition au risque s'il choisit la voie de l'investissement responsable.

La nature des fonds est un élément important de différenciation. Dans l'ensemble, les fonds éthiques, qui intègrent des critères d'exclusion, ne sont pas ceux qui performant le mieux car leurs contraintes financières sont importantes. Les fonds thématiques, quant à eux, sont plus risqués : si vous avez misé sur des fonds verts, engagés dans des petites entreprises, vous avez gagné beaucoup d'argent en 2005, 2006 et 2007, mais perdu entre 60 et 80 % de votre investissement entre la mi-2008 et fin 2012. En revanche, structurellement, les plus intéressants sont les fonds dits *best in class* dans lesquels, secteur par secteur, vous investissez dans les mieux-disant, c'est-à-dire dans les entreprises qui affichent les meilleures performances au regard de nos critères. C'est la logique exigeante dans laquelle nous sommes engagés depuis 2005.

En attendant la prochaine crise...

Les marchés financiers sont en crise depuis 2007 et la faillite de Lehman Brothers, en 2008, en a révélé à tous la gravité, sans égale depuis celle de 1929. Il nous faut d'ores et déjà nous préparer à la prochaine crise dont nous savons qu'elle surviendra, même si nous ne savons ni quand, ni quelle en sera la nature. Si l'on ne s'en tient qu'aux seuls marchés financiers, le *high frequency trading*, les marchés de gré à gré, le *shadow banking* et le poids croissant de la gestion passive et des *exchange-traded funds* (ETF)¹ sont de potentiels risques significatifs pour l'avenir. Il est inquiétant de voir que, dans les efforts de régulation actuels, ces sujets ne sont pas forcément abordés. Nous nous efforçons de traiter la crise passée mais nous n'anticipons pas sur la prochaine crise. Il conviendrait pourtant d'être lucide et responsable. Si les états sont parvenus en 2008 à sauver le système financier international, aujourd'hui, compte tenu du niveau d'endettement public général dans les pays développés, un deuxième sauvetage de cette ampleur pourrait s'avérer très délicat.

Dans ce contexte, nous pensons que l'investissement responsable est une partie de la solution et je regrette que les professionnels ne s'impliquent pas assez sur des points essentiels comme le lien de l'investissement responsable avec le long terme et avec l'économie réelle, sujets l'un comme l'autre aux racines du monde de la finance et sur lesquels la société contemporaine attend des réponses. On ne parle de ces questions qu'en période de crise, quand les grands équilibres du couple rendement-risques sont remis en cause. Entretemps, on considère souvent avec condescendance qu'il ne s'agit que d'effets de mode. Mais un effet de mode qui perdure et se développe quinze années de suite n'en est plus guère un !

DÉBAT

Un intervenant : *Comment choisissez-vous les entreprises et comment discutez-vous avec elles ?*

Jean-Philippe Desmartin : Nous choisissons les entreprises au sein des grands indices boursiers français et européens. En France, le premier fonds éthique a été créé par Sœur Nicole Reille en 1983 et cette personne a fait un travail de sensibilisation considérable² en s'appuyant sur AReSE, en particulier pour tout le travail d'analyse et de dialogue avec les entreprises. Fin 2007, le secrétariat général de la Conférence des évêques de France a formalisé un certain nombre de règles en matière de gestion des biens de l'Église avec six approches fondamentales sur les questions sociales, de gouvernance, éthiques ou environnementales. Dans ce document, il est clairement fait référence à l'investissement socialement responsable et au développement durable. Cela montre que nous ne sommes pas isolés dans notre démarche et que des rencontres se font.

Nous rencontrons toujours les entreprises et leur management avec les spécialistes de la question traitée, et tout particulièrement les entreprises de taille moyenne qui n'ont pas toujours les moyens d'avoir des *process* de *reporting* aussi aboutis que les grandes entreprises du CAC 40. Dans mon équipe, chacun rencontre ainsi au moins cinquante entreprises chaque année.

Chez Oddo Securities, nous sommes l'entité qui travaille non seulement pour Oddo Asset Management, client interne, mais aussi pour beaucoup d'investisseurs européens et nord-américains. Nous publions régulièrement des travaux dans lesquels nous précisons clairement les entrées, les sorties et le classement des entreprises. Nous réalisons ainsi des études sectorielles et thématiques avec des recommandations extra-financières. Nous étudions

¹ Un fonds négocié en Bourse (FNB, ou en anglais *Exchange Traded Fund*, *ETF*) est un fonds d'actions dont les parts peuvent être transigées en Bourse, comme des actions. La plupart des FNB sont des fonds indiciels, véhicules de placement qui reproduisent le comportement d'un indice boursier et caractérisés par des frais d'administration minimes ; on parle alors de fonds indiciels cotés (*trackers* en anglais).

² Nicole Reille, "Gérer les biens d'une congrégation en accord avec ses principes", *Les Annales de l'École de Paris du management*, vol X.

chaque entreprise sur la base d'une centaine d'indicateurs, quantitatifs et qualitatifs.

Avec l'expérience, nous réduisons progressivement le nombre de ces indicateurs et certains, comme la formation ou la consommation d'énergie, sont communs à toutes les entreprises. À côté de cela, certains points sont très spécifiques à un secteur : la rotation du personnel, par exemple, sera beaucoup plus importante dans une banque d'investissement que dans une banque de réseau où l'on s'attachera alors davantage à l'absentéisme. Nous sommes particulièrement attentifs à la question de la corruption dans les secteurs que l'ONG Transparency International a identifiés depuis vingt ans comme étant particulièrement touchés, tels le bâtiment et les travaux publics, la défense, le pétrole ou l'extraction minière. Dans la filière textile/cuir, notre attention se portera en priorité sur la *supply chain* où les enjeux en matière de conditions de travail sont majeurs dans les pays émergents.

Tous les ans, en janvier, nous publions, en direction des investisseurs potentiels, une revue annuelle dans laquelle, bien que nos positions restent stables sur le long terme, nous sommes amenés à retirer de notre univers éligible environ 5 à 10 % des entreprises référencées l'année précédente. Carrefour a ainsi été sorti de notre univers, il y a trois ans. En revanche, pour la première fois depuis huit ans, nous venons de faire entrer dans notre sélection une entreprise de services pétroliers, la société Technip.

Pour beaucoup d'indicateurs extra-financiers, au-delà des chiffres, il est souvent nécessaire de s'en expliquer avec les entreprises. Dans le domaine des ressources humaines, s'il est bon d'avoir certains indicateurs chiffrés, sur de nombreux autres points, il est nécessaire de discuter avec toutes les parties prenantes. Durant ces quatorze années, j'ai développé tout un réseau incluant des syndicats de salariés ou des ONG, pour échanger sur des thématiques précises, ce qui me permet de valider mes sources, comme tout bon journaliste d'investigation. Il est important que nous restions dans le factuel sans nous laisser entraîner dans des directions politiques qui ne sont pas les nôtres. Cette présence auprès des entreprises est également nécessaire pour leur expliquer pourquoi ces sujets peuvent être importants pour un investisseur. Pour certaines entreprises, comme Air Liquide ou Michelin, dont la culture du long terme est inscrite dans leurs gènes, ce genre d'approche est naturel. Pour d'autres, il faut établir un dialogue en profondeur pour leur faire comprendre pourquoi nous avons besoin de telle ou telle information.

Int. : *Quelles sont les conditions pour qu'un fonds soit labellisé ISR ?*

J.-P. D. : Deux étapes sont particulièrement importantes. Tout d'abord, il y a celle de la transparence : le fonds doit expliquer clairement sa méthode de travail, son *process* d'investissement extra-financier, les lignes dans lesquelles il investit afin que les médias et les clients puissent venir le questionner et en débattre. Mais il faut également qu'il s'engage dans une seconde étape, celle de la sélectivité, car si un fonds dit ISR ne fait que répliquer à 98 % ce que fait un fonds traditionnel, ce n'est pas satisfaisant. La question du degré de sélectivité se pose aujourd'hui. Pour moi, le minimum d'évictions ne doit pas être inférieur à 10 %, et, en pratique, certains fonds dépassent un taux de sélection de 60 %. Évidemment, cela génère des contraintes financières fortes et une partie de la solution pour Oddo a été de balayer des univers très larges : notre indice de référence est le Stoxx 600 ce qui fait que, même si vous éliminez la moitié des entreprises de cet indice, il vous en reste suffisamment pour trouver de bonnes idées d'investissement. Un académique de St Andrews, Andreas Hoepner, a suggéré ce que concrètement je vis, en l'occurrence que ce type de nouveaux sujets d'analyse limite certes la taille du portefeuille théorique mais contribue en fait à une meilleure qualité de la sélection des supports d'investissement (le *stock picking*).

Entreprises familiales et bonne gouvernance

Int. : *Tout l'atteste : les performances boursières, industrielles ou sociales, des entreprises de famille sont supérieures à la plupart des autres. Mais les familles paraissent terriblement monarchiques et conservatrices et il n'est pas de très bon ton de les promouvoir.*

J.-P. D. : Les entreprises familiales sont, par nature, discrètes et, dans un pays comme le nôtre où la culture de l'entreprise est très faible et la suspicion facile, cela renforce leur discrétion.

Mais quand les actionnaires familiaux sont autour de la même table, il est aussi plus facile, sans doute, de se projeter à moyen ou long terme qu'avec d'autres types d'actionnaires, plus lointains et court termistes.

En matière de développement durable, la dimension de l'enracinement dans un territoire est également un sujet important pour les entreprises familiales petites ou de taille intermédiaire. Il est intéressant de noter que Michelin, à fort ADN familial, est la dernière grande entreprise française du CAC 40 à avoir maintenu son siège social en province et non en région parisienne, sur son lieu d'origine, à Clermont-Ferrand.

Des études nombreuses ont été menées, en France comme à l'étranger, sur les spécificités en termes de gouvernance et de politique de ressources humaines des entreprises familiales. Elles sont par exemple moins dans le *stop and go* : elles embauchent moins en période de croissance, mais ont moins tendance à faire des plans sociaux en période difficile.

Int. : *Auriez-vous pu développer vos activités ailleurs que chez Oddo ?*

J.-P. D. : Toutes les grandes sociétés de gestion ont désormais des équipes qui travaillent sur l'investissement responsable, aussi bien sur les gammes spécialisées ISR que sur les démarches d'intégration ESG, dites *mainstream*, dans le cadre de la signature des PRI. Je ferais toutefois une distinction entre le côté business et le côté culture d'entreprise. Ce sujet se développe car il y a un vrai business de l'ISR, notamment en France grâce à l'épargne salariale dont un quart environ va vers ce type d'investissement, soit environ un milliard d'euros chaque année. Les grands acteurs de l'épargne salariale y voient donc une véritable activité qu'il faut considérer de façon sérieuse et professionnelle.

Là où cela diffère c'est que, chez Oddo, c'est au plus haut niveau et de façon pionnière que l'idée a été prise d'aborder ces sujets au sein de la filiale d'intermédiation Oddo Securities, non pas dans une logique éthique mais dans une logique d'efficacité, en séparant nettement les deux dimensions, même si l'on retrouve dans les deux cas un certain nombre de valeurs communes, en particulier liées à la culture de la durée, l'horizon long terme. Mon équipe constitue donc un centre de profit parmi d'autres. Nous générons un business, nous nous devons d'être reconnus par les clients et c'est pour moi une double exigence très forte.

Int. : *Vous démontrez la nécessité de revenir aux fondements mêmes du financement de l'économie, même si c'est en l'habillant d'un peu de développement durable. Mais, face à vous, il y a la finance mondiale complètement folle et déconnectée des réalités économiques. Comment revenir à une séparation, dans le système bancaire et financier, entre spéculation et financement de l'économie réelle ?*

J.-P. D. : Une part de notre démarche se base en effet sur un simple retour au bon sens. Mais ce retour ne se limite pas à nous, j'en veux pour exemple celui des banques d'investissement. Avant la crise, elles avaient atteint un niveau de sur-rentabilité élevé avec un *return on equity* (ROE) de 30 %. Aujourd'hui, ce ROE est redescendu autour de 15 %.

Notre travail ne se limite cependant pas à ce retour au bon sens : nous sommes également largement tournés vers les logiques d'innovation. En matière environnementale, il ne s'agit pas pour nous de retourner au passé mais, par des démarches innovantes, d'agir sur des thématiques majeures comme celles de l'eau, du changement climatique, de la raréfaction des ressources, etc. La bonne nouvelle pour les entreprises européennes c'est que, dans la compétition mondiale, ce n'est pas par la logique des coûts qu'elles l'emporteront mais bien par celle de l'innovation. Sur ce point, nous y contribuons.

Je ne suis pas un expert des questions de régulation du secteur bancaire, pas plus que je ne suis un politique. Oddo & Cie est une banque d'investissement et ce, depuis ses débuts, sans confusion possible entre les genres. Cela me convient parfaitement. Les grandes banques françaises nous expliquent qu'elles ont un modèle universel et que le déclenchement de la crise n'a pas été de leur fait. Lehmann Brothers était une grande banque d'investissement *pure player* et c'est pourtant d'elle qu'est venue une partie du problème. Les débats sont sans fin.

Ce qui me dérange davantage, c'est l'apport pour la société d'un certain nombre d'activités, au premier rang desquelles le *high frequency trading*, dont je ne vois l'intérêt pour personne, hormis une dizaine d'acteurs dans le monde, dont un ou deux français, qui en tirent

deux milliards de profit. Si l'on envisage les risques associés à cette activité, on peut considérer qu'il y a là un débat de fond à avoir. Le *shadow banking* est également un sujet à passer en revue.

Int. : *Le terme "investissement socialement responsable" ne correspond-t-il pas alors, dans la réalité, à un "investissement simplement rationnel" ? Ne s'agit-il pas d'éliminer des spéculateurs plutôt que des investisseurs ?*

J.-P. D. : Dans la pratique, c'est effectivement de cela dont il s'agit. Depuis 2006, les Nations unies accueillent dans le cadre de l'initiative des PRI un millier d'investisseurs représentant 30 trillions de dollars, soit 30 % de l'argent placé sur les marchés dans le monde. Parmi eux, vous avez une très grande majorité d'investisseurs de long terme, tels les fonds de pension, les assureurs ou Oddo Asset Management, qui ont le souci d'une gestion de type bon père de famille.

Asset owners et acteurs paritaires

Int. : *Lorsqu'il est possible de sortir instantanément du capital d'une entreprise, la notion de long terme est une abstraction. L'évolution des techniques a permis l'émergence et le développement d'un métier privilégiant l'immédiateté.*

J.-P. D. : Durant ces dernières décennies, le rapport au temps a fondamentalement changé et se joue désormais à la nanoseconde près, que vous soyez à New York ou à Singapour. De ce fait, la finance, qui a toujours été un métier international, l'est encore plus aujourd'hui. La règle générale du long terme sur les marchés financiers est aujourd'hui d'un an. Les gens sont désormais jugés sur des *reporting* mensuels et une majeure partie de leur rémunération est indexée sur des objectifs de court terme à un an. Dès lors, notre travail est d'apporter aux marchés des éléments d'information à plus d'un an. Nos *scenarii* sont à cinq, dix, voire trente ans, et cela est nouveau dans l'écosystème actuel des marchés financiers.

Les *asset owners*, ces institutionnels finaux qui confient de nombreux et importants mandats de gestion, mettent une pression forte sur les politiques de rémunération, qui structurent de façon particulièrement importante tout le monde de la finance. Alors que les placements en actions se gèrent classiquement sur quatre à huit ans, la partie variable des rémunérations est majoritairement basée sur des objectifs trimestriels ou annuels. Il serait donc de première importance de réintroduire aussi du long terme dans ces systèmes de rémunération. Cela semble se mettre timidement en place dans un certain nombre de métiers de la finance. Chez Oddo & Cie, la politique d'actionnariat salarié (30 % du capital est détenu par les collaborateurs) joue à plein comme complément de rémunération à long terme.

Int. : *Les groupes paritaires, comme ceux engagés dans la protection sociale, ont-ils une plus grande sensibilité à l'égard de l'ISR que les autres ?*

J.-P. D. : Au commencement, à la fin des années 1990, ce genre d'organisation considérait l'ISR avec méfiance, nous jugeant un peu passéistes, tout comme les syndicats de salariés qui nous reprochaient de saper la véritable lutte des classes et masquer l'affrontement capital/travail. Les choses ont changé. Depuis 2002, le comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) qui regroupe tous les syndicats historiques à l'exception de Force ouvrière, labellise les gammes ISR des produits d'épargne salariale. Ils y voient désormais l'intérêt que leurs confrères suisses ou canadiens avaient vu depuis longtemps, notamment en étant partie prenante au débat si vous êtes un fonds de pension de fonctionnaires hollandais ou d'instituteurs californiens. En France, nous ne sommes pas en Scandinavie et nous n'avons pas les syndicats de salariés les plus modernes mais il fallait aussi que l'ISR fasse ses preuves. C'est le cas aujourd'hui. Progressivement, ce genre d'acteurs monte en puissance car c'est aussi une question générationnelle. Des acteurs de la prévoyance ont d'ores et déjà 10 % de leurs actifs gérés sous contrainte ISR.

Int. : *Depuis quinze ans et, de compromis en compromis, ont été intégrées au champ de l'ISR des pratiques diverses et sympathiques, limitant les risques dans la mesure du possible, mais qui rendent ce paysage un peu nébuleux.*

J.-P. D. : Nous sommes sur des pratiques pionnières et les tâtonnements sont effectivement encore présents. Il faut laisser du temps à cette nouveauté, continuer à expérimenter pour laisser croître et se perfectionner ces nouvelles pratiques. Les agences de notation financière sont nées il y a un siècle et, quoique parfois décriées, elles disposent désormais de vastes moyens financiers ou académiques et d'une expérience sans commune mesure avec la nôtre. Quant à nous, nous n'avons fait que 5 à 10 % du travail, même si celui qui a été accompli en quinze ans, en termes de moyens, de méthodologie et de rigueur, est tout à fait considérable.

Présentation de l'orateur :

Jean-Philippe Desmartin : est diplômé en droit des affaires, finance et gestion ; depuis 2005, il est responsable de la recherche ESG (environnementale, sociales et de gouvernance) d'Oddo Securities, Banque Oddo & Cie ; il est coauteur d'un ouvrage paru sur l'investissement socialement responsable en 2005 chez Economica et sa pratique fait l'objet d'un enseignement à la Harvard Business School depuis 2012 sous la forme d'une étude de cas intitulée *Oddo Securities - ESG integration*.

Diffusion juin 2013