

Global Equity Observer

La deuxième montagne

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JANVIER 2020

Dans son dernier ouvrage, David Brooks estime qu'au fil de notre développement personnel, nous devons franchir la « première montagne », celle que nous pensons être destinés à gravir, au-delà de la satisfaction personnelle et des objectifs individuels, pour atteindre le sommet de la deuxième montagne, celle où nous nous épanouissons en aidant les autres ou en œuvrant pour le bien commun. Il est assez facile d'extrapoler cet argument pour l'appliquer non plus aux individus mais aux entreprises (voire aux sociétés de gestion) qui, confrontées aux défis environnementaux et sociaux actuels, ont la possibilité de mettre en avant leur raison d'être tout en accroissant leurs bénéfices.

Voilà 50 ans, soit un demi-siècle, que l'économiste Milton Friedman a affirmé que le seul objectif d'une entreprise était de générer des bénéfices en faveur de ses actionnaires. Il avait toutefois un objectif bien plus grand en tête : que les impôts payés par les entreprises prospères profitent à la société tout entière, mais cette deuxième notion n'a pas été aussi convaincante que la première, en particulier dans le milieu des affaires. Cette réflexion est devenue une vérité presque immuable au cours des cinq dernières décennies. Toutefois, l'annonce faite l'année dernière par le lobby américain « Business Roundtable », composé des représentants de certaines des plus grandes entreprises au monde, dont de

AUTEURS

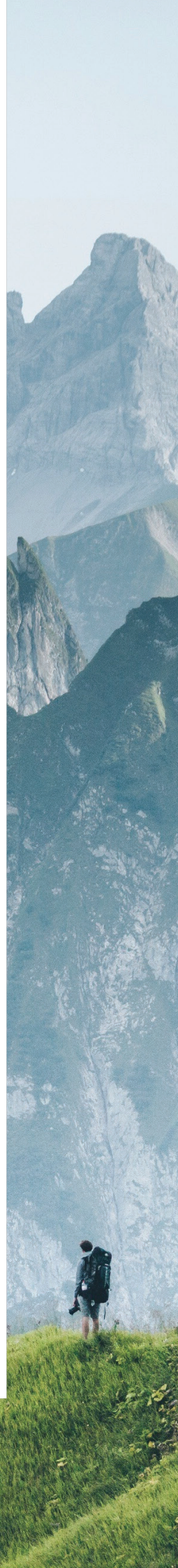


BRUNO PAULSON
Managing Director



LAURA BOTTEGA
Managing Director

« Face aux défis environnementaux et sociaux d'aujourd'hui, les entreprises ont à leur disposition de nombreuses opportunités pour mettre en avant leur raison d'être, tout en accroissant leurs bénéfices »



nombreuses multinationales figurant dans nos portefeuilles, a constitué un tournant décisif permettant de réinterpréter les arguments de Milton Friedman. La pérennité ou la durabilité des entreprises et du monde entier dépendraient-elles d'une vision plus globale ? Les signataires de cette initiative ont pris plusieurs engagements vis-à-vis de leurs clients, employés et fournisseurs, tout en promettant de générer de la valeur à long terme pour leurs actionnaires.

En tant qu'investisseurs à long terme dans des entreprises de grande qualité, cette initiative s'apparentait à de bonnes pratiques, voire à du bon sens. Si l'on s'intéresse aux quatre parties prenantes mentionnées par le « Business Roundtable », on observe facilement l'importance de chacune d'entre elles :

- **CONSUMMATEURS:** Dans l'univers des produits de consommation de base, il est de plus en plus évident que pour réussir, les entreprises doivent proposer des produits « performants », qui apportent de réels avantages, notamment parce que les médias sociaux permettent aux consommateurs de prendre des décisions plus avisées.
- **EMPLOYÉS:** Dans de nombreux secteurs dépendant d'une main d'œuvre très qualifiée, en particulier les logiciels et les services informatiques, la capacité à recruter, à motiver et à fidéliser les employés est une source essentielle d'avantage comparatif.
- **FOURNISSEURS:** De plus en plus, les entreprises sont tenues responsables de l'intégralité de leur chaîne d'approvisionnement, qu'il s'agisse de la sécurité des employés ou de leurs impacts sur l'environnement.
- **COMMUNAUTÉS:** Au-delà du fait relativement évident que les communautés sont aussi des consommateurs, les entreprises sont également confrontées à un environnement politique et réglementaire plus exigeant, notamment sur les questions commerciales, fiscales, anti-trust, de confidentialité des données et environnementales.

« Nos portefeuilles ont vocation à générer de la performance et non à avoir un impact, mais ces impacts auront à coup sûr une incidence sur la performance à long terme »

Selon nous, il ne peut pas y avoir de compromis entre « les pratiques positives » et la réussite à long terme. Pour tirer leur épingle du jeu sur la durée, les entreprises n'ont d'autre choix que d'avoir des « pratiques positives ». Nous affirmons depuis le début que nos portefeuilles ont vocation à générer de la performance et non à avoir des impacts particuliers, même si ces impacts potentiels auront à coup sûr une incidence sur la performance à long terme. En effet, les entreprises sont de plus en plus responsables des externalités qu'elles engendrent,

qu'elles soient liées au carbone, aux déchets plastiques ou à la perte de confidentialité.

Néanmoins, l'état d'esprit qui prédomine actuellement offre à la fois des opportunités et des risques. De fait, les entreprises ayant des objectifs particuliers, défendant les droits de leurs employés ou respectant les exigences des régulateurs peuvent être créatrices d'opportunités financières. Cela peut passer par des gains de parts de marché, la politique de prix ou une main d'œuvre déterminée et respectueuse de l'environnement réglementaire. Comme l'explique le directeur général d'Unilever Alan Jope, « l'idée n'est pas d'opposer les objectifs et les bénéfices, mais de générer des bénéfices en cherchant à atteindre des objectifs ». Autrement dit, les clients sont plus susceptibles de choisir des marques qui mettent en avant et défendent certaines valeurs.

« Compte tenu de la crise climatique, de l'incidence des réseaux sociaux et de l'évolution de moins en moins prévisible des enjeux politiques, les facteurs environnementaux et sociaux ont une importance croissante pour les entreprises dans lesquelles nous investissons »

Adeptes des « capitaliseurs », nous avons toujours adopté une approche à long terme. Les entreprises dans lesquelles nous investissons sont généralement moins cycliques que celles de l'indice et bénéficient de positions stratégiques plus évidentes. C'est pourquoi, de manière implicite, les facteurs liés aux enjeux ESG ont toujours figuré parmi les principales menaces sur notre capacité à générer des performances élevées, d'où la priorité historique que nous accordons à la gouvernance. Ces dernières années, les facteurs environnementaux et sociaux ont pris une importance accrue pour les entreprises en portefeuille en raison de la crise climatique, de l'incidence des réseaux sociaux et de l'évolution de moins en moins prévisible des enjeux politiques. Nous avons donc décidé d'adopter une stratégie plus systématique à l'égard des problématiques ESG. Ainsi, en tant qu'équipe d'investissement, nous essayons de franchir notre « deuxième montagne » en essayant tant bien que mal de quantifier les risques et les opportunités ESG.

Parfois, il est relativement facile de s'accommoder des chiffres, par exemple le coût supplémentaire proche de 30 pb par an des entreprises du secteur de la consommation non-cyclique qui recyclent entièrement les plastiques qu'elles utilisent, imposant une prime de 40 % (ou alors en réduisant les taux de croissance de celles qui ne parviennent pas à s'adapter). De même, le risque lié à l'augmentation de l'impôt sur les

sociétés peut être mesuré en comparant le taux d'imposition d'une entreprise avec la moyenne pondérée par les revenus des taux d'imposition en vigueur dans les pays où l'entreprise exerce ses activités. Il est même possible de modéliser l'impact d'une taxe de 100 dollars/tonne sur les émissions de CO₂. Fort heureusement, cela est gérable pour les entreprises de nos portefeuilles mondiaux puisque leur intensité carbone est inférieure de 87 à 89 % à celle de l'indice, sur la base des tonnes de CO₂ par million de dollars de chiffre d'affaires.¹

D'autres problématiques ne se résumant pas aussi facilement aux chiffres ont donné lieu à des débats enflammés au sein de notre équipe. Par exemple :

- Comment aborder les risques extrêmes, tels que les événements peu probables mais assortis de coûts potentiellement élevés, comme les violations de données ?
- Quels sont les risques suffisamment élevés qui nous poussent à modifier le coût du capital ou le taux de croissance final d'une entreprise dans notre modèle ?
- Comment valorisons-nous la diversité et quel coût accordons-nous à son absence ? Plus globalement, la culture joue un rôle essentiel, mais est-elle quantifiable ?

C'est dans ce contexte que nous avons travaillé à l'élaboration d'un tableau de bord ESG exclusif pour nos entreprises, qui fera la part belle non seulement aux principales problématiques et controverses induites par certaines valeurs, mais aussi aux indicateurs associés à des enjeux « universels » urgents tels que les émissions de carbone menaçant l'environnement, la sécurité, les données, la réglementation et la diversité, qu'il s'agisse de risques ou d'opportunités. Si ces facteurs ont une portée suffisante, nous apporterons un ajustement aux données issues de notre modélisation, à notre méthodologie de valorisation ou à la taille des positions dans nos portefeuilles.

« Nous n'avons pas encore toutes les réponses, mais nous nous engageons à analyser nous-mêmes ces problématiques au sein de l'équipe plutôt qu'en externalisant l'exercice, et à proposer un historique précis de nos initiatives d'engagement avec les entreprises en portefeuille »

Nous admettons comme toujours que les problématiques sont rarement tranchées et conservons une approche pragmatique, artistique et scientifique. En tant qu'adeptes d'une gestion fondamentale bottom-up, nous cherchons à mieux comprendre nos investissements dans un contexte de plus en plus complexe. Nous nous efforçons d'évaluer de manière raisonnablement objective l'impact net des activités positives et négatives de nos entreprises sur leur potentiel de performance. Nous savons parfaitement que nous n'avons pas encore toutes les réponses et que nous ne les aurons probablement jamais ! Ce que nous proposons, c'est une véritable perspective à long terme, une analyse interne de ces questions plutôt que d'externaliser l'exercice, un historique précis des initiatives d'engagement avec les entreprises en portefeuille ainsi qu'une connaissance fine des secteurs et des entreprises afin d'isoler et d'analyser les principaux enjeux. Nous avons bel et bien l'intention de graver cette deuxième montagne à vos côtés.

DISTRIBUTION

Le présent document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

Irlande: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. **Royaume-Uni:** Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubaï:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubaï, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158). **Allemagne:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francfort Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie:** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres,

E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas:** Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse:** Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

États-Unis

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis. Vous trouverez des informations importantes sur le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

¹ Source : MSCI, Morgan Stanley Investment Management, au 31 décembre 2019.

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-le sur morganstanley.com/im ou appelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. est le distributeur des fonds Morgan Stanley.

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT

Hong Kong: Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour:** Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie:** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie.

Japon: Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIMJ les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIMJ exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIMJ, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous

les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ, enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), membres : la Japan Securities Dealers Association, l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMATIONS IMPORTANTES

EMEA: Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et a été préparé uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'équipe de gestion du portefeuille, elles sont fondées sur des faits telles qu'ils existent à la date de préparation et non à une quelconque date ultérieure, et ne seront pas mis à jour ni révisées pour tenir compte d'informations disponibles ou de circonstances, ou de changements survenant après la date de rédaction.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

MSIM n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur.

De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document conviennent aux personnes à qui ils le fournissent, à leur situation et à leur objectif. MSIM ne peut être tenu responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Tout ou partie de ce travail ne peut être reproduit, copié ou transmis, ni tout ou partie de son contenu, à des tiers sans l'autorisation écrite expresse de MSIM.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur.

Visitez notre site sur www.morganstanley.com/im