



Finance et Environnement en Amérique du Nord :  
état des lieux sur l'intégration des enjeux  
environnementaux dans la recherche financière

*Sue McGeachie, Matthew Kiernan, Eric Kirzner*

**Innovest**  
STRATEGIC VALUE ADVISORS



Risk Management Institute  
University of Toronto



Environnement Canada  
Environment Canada

Canada

## REMERCIEMENTS

Au cours des quelques dernières années, nous avons eu des signes évidents que les marchés internationaux reconnaissent de plus en plus les risques et les occasions d'affaires associés à la façon dont les entreprises abordent les défis de la durabilité et en tirent parti. Les projets Carbon Disclosure Project et Investor Network on Climate Risk aux États-Unis et des initiatives semblables en Europe et en Australie, qui gèrent collectivement des dizaines de billions de dollars au chapitre des biens, sont des exemples pertinents de cette tendance. De plus en plus, les responsables de ces projets et d'autres investisseurs demandent aux entreprises et aux organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières de mieux les renseigner sur les risques financiers associés aux questions de durabilité, p. ex. les changements climatiques, et sur la manière dont chaque entreprise fait face à ces risques.

Au même moment, les entreprises nord-américaines qui ont fait preuve de leadership en intégrant les principes de durabilité à leurs pratiques et stratégies commerciales, ont suggéré que la valeur, y compris la valeur pour l'actionnaire, de leurs pratiques et rendement environnementaux améliorés n'est pas reconnue par les marchés financiers. Malgré la prolifération des initiatives en matière de durabilité dirigées par certains investisseurs, force est de constater que l'ensemble de la communauté d'investisseurs n'intègre pas l'information environnementale à ses décisions et à ses analyses en matière d'investissement.

Afin de mieux comprendre jusqu'à quel point les professionnels des investissements considèrent actuellement les questions environnementales dans le cadre de leurs évaluations de l'entreprise, un réseau d'organismes, d'experts et de praticiens des secteurs des finances, des affaires, des universités et des organisations non gouvernementales, coordonné par Environnement Canada et appuyé par la Commission de coopération environnementale de l'Amérique du Nord (CCE), a élaboré le présent projet.

Le présent rapport examine la situation actuelle de l'intégration de la recherche environnementale aux évaluations des entreprises et des secteurs par la communauté d'investisseurs au Canada, aux États-Unis et au Mexique. Il vise à faire la lumière sur la compréhension, les motivations et les instruments sous-jacents à l'intégration (ou l'absence d'intégration) par le secteur des affaires, des facteurs environnementaux à l'analyse financière. Le rapport fait des recommandations pour faciliter l'intégration de ces facteurs au processus décisionnel lié aux investissements. Grâce à cet effort, Environnement Canada et la CCE espèrent contribuer à un nombre croissant de recherches sur les liens entre la performance environnementale et la valeur financière et à accroître la pertinence de ces recherches pour les clients du secteur financier.

Environnement Canada et la CCE souhaitent remercier le Réseau de son appui et de son examen du présent rapport. Nous aimerions également exprimer notre reconnaissance aux auteurs, Matthew Kiernan et Sue McGeachie, Innovest Strategic Value Advisors, de même que Eric Kirzner, Institut de gestion des risques de l'Université de Toronto, de leur engagement à l'égard de ce rapport et de leur analyse nuancée. Finalement, nous aimerions remercier tous les professionnels des investissements, qui ont accepté de participer à ce projet et dont les renseignements et les commentaires inestimables ont contribué à rendre ce rapport pertinent et riche en réflexions.

Adam Auer  
Gestionnaire, Innovation environnementale en entreprises  
Environnement Canada

Appui :  
Environnement Canada  
Commission de coopération environnementale

## TABLE DES MATIÈRES

### *Remerciements*

*Préface* 3

*1 Introduction* 6

*2 Méthodologie* 11

2.1 Choix des secteurs 11

2.2 Choix des enjeux 14

2.3 Choix des entreprises 14

2.4 Méthodologie de recherche 19

2.5 Analyse des données 22

2.6 Écueils du processus de recherche 22

*3 Prise en compte des enjeux environnementaux par le milieu classique de l'investissement : une perspective nord-américaine* 23

3.1 Canada 26

3.2 États-Unis 28

3.3 Mexique 30

3.4 L'Amérique du Nord dans un contexte planétaire 30

*4 Les enjeux environnementaux dans le milieu classique de l'investissement* 32

4.1 Analystes 36

4.2 Gestionnaires de portefeuille 51

4.3 Consultants en investissement 54

*5 Pertinence des grands enjeux environnementaux pour l'évaluation des titres* 61

5.1 Passifs en lieux contaminés et aires écologiquement fragiles 61

5.2 Qualité de l'air 64

5.3 Utilisation et pollution de l'eau 67

5.4 Changements climatiques 70

<b>6 Sommaire : Le défi posé par l'intégration des enjeux environnementaux</b>	<b>78</b>
<b>7 Conclusions et recommandations</b>	<b>82</b>
7.1 Conclusions	82
7.2 Recommandations	85
<b>Liste des références</b>	<b>94</b>
<b>Annexes</b>	
<b>Annexe A:</b> Forces motrices de l'industrie et sources des données	98
<b>Annexe B:</b> Initiatives de concertation des investisseurs	107
<b>Annexe C:</b> Législation et événements reliés à l'ISR dans le monde	112
<b>Annexe D:</b> Aperçu de la législation canadienne touchant l'environnement	113
<b>Annexe E:</b> Modèle de stratégie d'investissement	115
<b>Annexe F:</b> Liste des études reliant la performance environnementale et la performance financière	118

## Préface

L'intégration systématique des considérations environnementales aux travaux du milieu financier nord-américain constitue un processus long, ardu et irrégulier. En règle générale, cette intégration a progressé de façon beaucoup plus approfondie et rapide en Europe qu'en Amérique du Nord. Même s'il est permis de croire à l'émergence d'un nouvel élan dans cette direction en Amérique du Nord, un certain nombre de puissants obstacles restent en place et continuent de freiner le rythme et l'étendue du processus d'intégration.

Comme on le verra plus en détail dans ce rapport, ces entraves sont de nature aussi bien cognitive que pratique, les entraves cognitives étant celles qui s'avèrent le plus réfractaires. Soulignons également qu'il existe des différences substantielles à l'intérieur même du continent nord-américain : il y a encore dix-huit mois environ, la problématique environnementale commandait une attention comparable chez les analystes classiques du Canada et des États-Unis, tandis que les analystes mexicains accusaient un retard considérable. Cependant, les récents progrès observés dans l'activisme institutionnel aux États-Unis portent à croire que le milieu institutionnel canadien se fera clairement damer le pion par les États-Unis.

Les obstacles cognitifs sont essentiellement ceux qui reposent sur un credo généralisé mais en grande partie inexploré que partagent les investisseurs et les prêteurs professionnels. Les piliers de ce credo sont :

- une ferme conviction que l'intégration de considérations environnementales au processus d'investissement est soit une perte de temps, soit, plus vraisemblablement, une opération activement préjudiciable à la performance financière;
- l'opinion corollaire voulant que pour cette raison, une telle intégration soit incompatible avec la responsabilité juridique et les autres devoirs fiduciaires de l'investisseur.

Quant aux obstacles pratiques, ils comprennent l'absence relative de rapports environnementaux financièrement pertinents provenant des entreprises, et le manque d'outils d'analyse et de savoir-faire avec lesquels les analystes pourraient traiter l'information, dans les cas où elle est fournie.

Sur la scène internationale toutefois, divers événements récents ont commencé à faire lentement évoluer cet état d'esprit, et l'on semble actuellement assister à une plus grande intégration de l'analyse environnementale dans la théorie et la pratique du milieu des finances et de l'investissement. Voici les principaux facteurs d'accélération de cette intégration :

- les initiatives réglementaires et législatives de portée nationale, régionale et même mondiale en faveur de la qualité de l'environnement, dont le Protocole de Kyoto est peut-être l'exemple le plus patent;
- les lois sur les régimes de retraite qui, au Royaume-Uni, en Europe continentale et en Australie, obligent les investisseurs institutionnels à déclarer publiquement si leurs stratégies d'investissement tiennent compte des facteurs environnementaux et des autres facteurs de « durabilité », et dans la négative, pourquoi il n'en est pas ainsi;
- la sophistication, la crédibilité et la capacité croissantes des organisations non gouvernementales (ONG) à vocation environnementale. Les ONG d'aujourd'hui bénéficient d'un accès sans précédent à l'information sur le rendement des entreprises, grâce au resserrement des exigences de divulgation et de déclaration. Elles peuvent également compter sur deux autres atouts de taille : une meilleure collaboration avec le secteur privé et, grâce à Internet, un vecteur de communication mondiale et bilatérale quasi instantanée;
- une meilleure sensibilisation et un plus grand activisme (tant sur le plan individuel que sur le plan collectif) des grands investisseurs institutionnels envers les questions environnementales, notamment les changements climatiques;
- une conscientisation beaucoup plus large des dirigeants d'entreprise quant aux conséquences de la performance environnementale de leur entreprise sur sa position concurrentielle et financière;

Au cours des derniers dix-huit mois, on a observé chez les investisseurs nord-américains une amélioration perceptible dans la reconnaissance des répercussions financières des enjeux environnementaux. Aux États-Unis, ce virage s'est manifesté tangiblement par la création de l'Investor Network on Climate Risk (INCR). Formé vers la fin de 2003, l'INCR

regroupe plusieurs trésoriers d'États américains, le contrôleur de la ville de New York et plusieurs grandes caisses de retraite syndicales, au sein d'une coalition qui encourage les grandes entreprises à prendre en compte la problématique des changements climatiques dans leurs stratégies et leurs activités. Jusqu'à maintenant, les activités de l'INCR ont surtout consisté à faire de la sensibilisation, à déposer des résolutions d'actionnaires portant sur le climat, et à inciter la U.S. Securities and Exchange Commission à resserrer les exigences de déclaration au sujet du risque climatique.

Le prolongement logique de cet activisme actionnarial serait d'intégrer directement les considérations environnementales aux stratégies et décisions de placement. Le fonds CalPERS, le plus gros et l'un des plus influents fonds publics de placement aux États-Unis, a déjà pris des mesures concrètes à cet égard. Le trésorier de la Californie, Phil Angelides, a annoncé en 2004 son initiative « Green Wave ». Il a incité les deux plus grandes caisses de retraite de la Californie, soit CalPERS et CalSTRS (enseignants), à investir collectivement un milliard de dollars U.S. dans des « stratégies d'investissement environnemental » visant des sociétés cotées en Bourse, et à investir 500 millions \$US supplémentaires dans des firmes privées de technologie environnementale. Il les a également encouragées à rehausser de 20 % en cinq ans l'efficacité énergétique de leurs propres portefeuilles immobiliers, totalisant 16 milliards \$US. En réponse à cet appel, CalPERS a lancé en septembre 2004 une demande d'expression d'intérêt auprès des gestionnaires de portefeuille qui seraient capables et en mesure de gérer jusqu'à 500 millions \$US en « stratégies d'investissement environnemental ». Tant CalPERS que CalSTRS ajustent déjà leurs programmes d'investissements privés pour y élargir la place des technologies non polluantes, et tous deux ont commencé à scruter leurs programmes immobiliers respectifs pour en maximiser le rendement énergétique.

En raison de la grande notoriété et du puissant leadership de CalPERS, on peut s'attendre à ce que d'autres grands investisseurs institutionnels américains suivent ses traces. Ensemble, la formation de l'INCR et le lancement de l'initiative Green Wave pourraient fort bien amener à un « point de bascule » le milieu des grands investisseurs institutionnels américains.

## 1 Introduction

Ce rapport vise à déterminer le degré actuel d'intégration de la recherche environnementale dans les évaluations de rentabilité faites au niveau des entreprises et des secteurs par les analystes classiques du milieu de l'investissement au Canada, aux États-Unis et au Mexique. L'étude a pour finalité générale de déterminer si et comment le milieu financier classique incorpore l'information sur la durabilité environnementale à l'évaluation des titres, et de mieux comprendre comment procéder pour faire valoir plus efficacement les avantages commerciaux d'une surperformance environnementale.

Les attitudes, les perceptions et le comportement du milieu de l'investissement influencent énormément les dirigeants et les administrateurs des entreprises. Si l'on sait que les facteurs environnementaux influencent la façon dont les investisseurs évaluent les entreprises, il est à peu près certain que ces facteurs deviendront des préoccupations centrales pour les dirigeants d'entreprises. Comme les entreprises sont quant à elles responsables d'une grande proportion des effets et des résultats environnementaux, les perceptions des investisseurs quant à la pertinence (ou la non-pertinence) financière des considérations environnementales acquièrent une importance cruciale pour les résultats environnementaux concrets. La présente étude représente un des premiers efforts systématiques visant à comprendre et à documenter ces perceptions.

Ce rapport s'inscrit dans la première étape d'un dialogue vital touchant trois groupes clés ayant une forte capacité de considérer l'intégration des facteurs environnementaux au processus d'investissement : le milieu de l'investissement lui-même, les cadres de direction et les administrateurs d'entreprises, et les gouvernements. Il s'agit là d'un dialogue qui brille de plus en plus par son absence dans les trois pays de l'Amérique du Nord.

Dans les recherches sous-tendant la présente étude, on a commencé par cerner les principaux enjeux environnementaux et par déterminer les secteurs industriels les plus susceptibles d'être touchés par ces enjeux. Nous avons ensuite choisi, dans chaque secteur, trois entreprises que nous avons placées au centre d'une analyse visant à déterminer si et comment les analystes financiers couvrant ces entreprises intégraient les enjeux recensés dans leurs modèles d'évaluation des titres sélectionnés.

La scène contemporaine de l'investissement met en présence quatre grandes catégo-



ries d'acteurs. La première catégorie, celle des analystes financiers en investissement, fournit l'information dont a besoin la deuxième catégorie (les gestionnaires de portefeuille (GP)) pour étayer ses propres sources de recherche dans le processus de sélection des titres. Si les GP souhaitent obtenir un complément d'information concernant l'influence des facteurs environnementaux sur des secteurs ou des titres en particulier, ou s'ils estiment qu'il serait utile de tenter de quantifier ces enjeux pour la sélection des titres, les analystes deviendront en retour plus ouverts à l'intégration de ces considérations dans leur propre travail. La troisième catégorie d'acteurs est formée des consultants en investissement, qui conseillent leurs clients sur la répartition globale des avoirs et se mettent ensuite à la recherche de gestionnaires pour trouver les firmes de gestion de portefeuille les plus qualifiées pour un mandat d'investissement donné. Comme pour la relation qui existe entre les recherches des analystes et la sélection de titres par les GP, le fait que le mandat établi par le client comprenne des considérations environnementales amènera les GP à en tenir davantage compte dans la sélection des titres. La majorité des clients institutionnels se fient fortement aux conseils des consultants en investissement.

Ensuite, nous avons interrogé des représentants de chacune de ces trois catégories de professionnels de l'investissement pour déterminer si ou comment ils reconnaissent la pertinence des facteurs environnementaux dans le processus d'investissement, puisque les opinions de chaque catégorie influencent l'action des deux autres catégories. La quatrième catégorie (qui, étonnamment, est souvent omise dans les analyses du processus d'investissement) est celle des administrateurs de régimes de retraite, qui assument l'ultime responsabilité juridique des activités du régime de retraite. Selon un rapport récemment publié par le World Economic Forum et AccountAbility, si les administrateurs de régimes de retraite étaient tenus d'exercer des pressions sur les mandataires, et indirectement sur les entreprises, en vue d'une amélioration de la gouvernance et d'une prise en compte de la durabilité environnementale, les caisses de retraite pourraient devenir de puissants leviers d'activisme actionnarial. Comme conséquence, le secteur extrêmement concurrentiel des services financiers réagirait probablement en offrant des services expressément conçus pour un tel mandat<sup>1</sup>.

Les recherches ont permis de constater qu'il existait, entre les pays du continent nord-américain, des divergences substantielles quant à l'intégration des considérations environnementales dans les méthodes d'évaluation et de sélection des titres. Ces divergences, avec leurs possibles raisons, sont décrites plus en détail à la section 4. Il importe

<sup>1</sup> World Economic Forum et AccountAbility, *Mainstreaming Responsible Investment*, janvier 2005. Disponible à l'adresse <http://www.weforum.org>.

également de souligner que la préoccupation du milieu financier envers la problématique environnementale diffère beaucoup en Amérique du Nord comparativement à ce qu'on voit en Europe, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Ces différences contribuent à jeter un éclairage sur les motivations — ou l'absence de motivations — incitant les professionnels de l'investissement à incorporer les facteurs environnementaux dans l'analyse des titres<sup>2</sup>.

La constatation qui est peut-être la plus importante du rapport est la suivante : le degré global d'intégration des facteurs environnementaux dans l'analyse des investissements en Amérique du Nord est actuellement très faible. Même si des recherches comparables n'ont pas été effectuées au Royaume-Uni et en Europe pour ce projet particulier, les recherches existantes nous amènent à la conclusion préliminaire que le processus d'intégration accuse un grave retard en Amérique du Nord.

Ce désintérêt relativement marqué semble s'expliquer par au moins six grandes raisons. La première raison résulte d'une situation actuellement propre à l'Amérique du Nord : l'absence de législation ou de réglementation explicite obligeant les investisseurs institutionnels à considérer les facteurs environnementaux. La voie législative a constitué un important moteur d'action dans d'autres pays et régions, notamment le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, la Scandinavie et l'Australie. Même si les recherches révèlent que de telles lois n'entraînent pas nécessairement la prise en compte des considérations environnementales dans les décisions d'investissement, elles contribuent à créer la perception, chez le milieu de l'investissement, qu'une telle intégration est en fait réalisable, ce qui contribue pour beaucoup à dresser la table pour une discussion de l'incidence de tels enjeux sur les décisions d'investissement. Les cinq autres raisons, qui représentent des obstacles plus omniprésents, sont énumérées ci-dessous :

**1. L'obsession du court terme :** De par leur nature, la majorité des enjeux d'environnement et de durabilité sont des enjeux à long terme. Sauf pour de très rares exceptions, la dynamique du milieu contemporain de l'investissement tire puissamment dans une direction radicalement opposée. La majorité des principaux acteurs sont jugés, encouragés et rémunérés selon leur rendement sur une période relativement courte. Les facteurs qui ne sont pas susceptibles d'influencer la performance financière des entreprises au cours des douze (ou même trois!) prochains mois débordent tout simplement l'horizon temporel jugé pertinent par les principaux intervenants.

<sup>2</sup> Voir également Wheeler, David et coll., *Étude comparative des pratiques du Royaume-Uni et du Canada en rapport avec la transparence des régimes de retraite*, Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie, 2004..

2. Externalités : Dans l'actuel cadre politique et réglementaire, seule une sous-catégorie d'impacts environnementaux d'une entreprise influence directement sa performance financière. Les amendes pour infraction environnementale et une utilisation inefficace de l'énergie sont deux exemples d'impacts environnementaux qui peuvent influencer sensiblement le bilan financier d'une entreprise (mais uniquement dans la mesure où ces impacts comportent un prix adéquat). Les émissions de dioxyde de carbone ou de dioxyde de soufre sont des exemples d'impacts environnementaux dont les coûts ne sont actuellement pas supportés par l'entreprise émettrice, à tout le moins en Amérique du Nord. Au lieu de cela, les coûts associés à ces émissions sont généralement externalisés, c.-à-d. supportés par la société dans son ensemble. Puisqu'ils n'influencent pas directement la performance ou les perspectives financières de l'entreprise — à tout le moins pas à court terme —, ces coûts débordent le champ d'attention des analystes et des gestionnaires financiers dont le point de mire, étroit et à court terme, se focalise sur l'entreprise elle-même.

3. La connotation péjorative accolée à l'ISR : Les recherches révèlent clairement que la majorité des analystes, des GP et des consultants ne font pas de distinction entre d'une part la prise en compte des risques/opportunités d'affaires de nature environnementale, et d'autre part l'ISR. Comme souligné dans la préface, les professionnels du milieu classique de l'investissement sont au mieux méfiants envers l'ISR, et au pire activement hostiles. À tort ou à raison, la majorité d'entre eux ont conclu que les démarches d'ISR restreignent inutilement et arbitrairement l'éventail des possibilités d'investissement, et par conséquent mettent en danger à la fois les rendements financiers et l'exercice de la responsabilité fiduciaire des portefeuillistes. Même lorsqu'on avance des arguments purement financiers en faveur de l'inclusion de l'information environnementale, ces arguments tendent généralement à se perdre ou à se noyer dans le scepticisme généralisé entourant la pertinence de l'information environnementale.

4. Manque d'information accessible sur les entreprises : La présente étude, de même que certains autres travaux récents<sup>3</sup>, ont mis au jour un découplage entre l'information environnementale déclarée par les entreprises et l'information que les investisseurs jugent utile ou pertinente à l'évaluation des actions. Pour cette raison, même les investisseurs qui sont inclinés à considérer les facteurs environnementaux se sentent fortement limités dans leurs moyens d'action.

<sup>3</sup> World Economic Forum & AccountAbility. *Mainstreaming Responsible Investment*. January, 2005. International Finance Corporation. "Who Cares Wins." *One Year On*. 2005.

5. Absence d'outils d'intégration : Ce problème se situe dans le prolongement du précédent. Bon nombre des professionnels de l'investissement interrogés ont déploré que même si l'information environnementale était disponible sous une forme accessible et pertinente, ils n'avaient pas les outils ou les compétences d'analyse nécessaires pour en faire un usage efficace.

Manifestement, ces six obstacles représentent un défi de taille et permanent à une plus grande intégration des analyses environnementales et des analyses traditionnelles dans le milieu de l'investissement. La détection des obstacles est une première étape cruciale pour qui veut les surmonter.

En dernière analyse, ce rapport s'adresse à trois grands auditoires, dont chacun peut fortement contribuer à l'accélération du processus d'intégration :

- le milieu de l'investissement comme tel;
- les dirigeants et les administrateurs d'entreprises;
- les responsables de la formulation des politiques publiques.

Dans la formulation de recommandations visant à accélérer l'intégration future des considérations environnementales au processus d'investissement classique, ce rapport abordera les points suivants :

- le fossé qui sépare l'information contenue dans les rapports d'entreprises et l'information environnementale qui est pertinente pour le milieu financier;
- les obstacles qui entravent la représentation et l'incorporation de l'information environnementale dans les modèles d'évaluation économique et les rapports financiers des entreprises;
- le rôle que pourraient jouer les gouvernements afin d'encourager et de promouvoir les meilleures pratiques;
- la meilleure façon de communiquer au milieu financier les constatations du présent rapport;
- les recherches et les projets supplémentaires qu'il faut réaliser.

## 2 Méthodologie

Voici les deux principaux objectifs de la recherche :

1. Présenter une évaluation de haut niveau sur les questions de durabilité environnementale qui sont actuellement considérées pertinentes dans le processus d'évaluation des titres par les professionnels de l'investissement dans certains secteurs industriels particuliers : quelle information environnementale (rapports environnementaux, politiques d'environnement, évaluations environnementales impartiales, accréditation, etc.) est consultée par ces professionnels dans leurs recherches et évaluations; moment auquel cette information environnementale a un impact sur la valeur financière d'une entreprise, selon eux; façon dont ils traduisent en termes financiers ces risques environnementaux.

2. Aborder sous un angle rétrospectif, actuel et prospectif les questions de durabilité environnementale retenues, de façon à pouvoir dresser un schéma de pertinence pour les professionnels de l'investissement (par exemple, est-ce que le risque environnemental présenté par l'amiante n'a été ignoré que pour s'avérer ultérieurement un problème coûteux?) et déterminer la vraisemblance que les professionnels de l'investissement prennent en compte ces enjeux de durabilité environnementale dans les processus d'évaluation et de sélection des titres.

L'étude est axée sur l'analyse et l'évaluation des entreprises retenues, et se concentre géographiquement sur le Canada, les États-Unis et le Mexique. Pour mieux focaliser le projet, l'analyse s'est articulée autour de l'impact exercé par quatre grands enjeux environnementaux sur quatre secteurs industriels présélectionnés. Tant les enjeux que les secteurs ont été choisis par le groupe de travail d'Environnement Canada, conjointement avec Innovest Strategic Value Advisors et le Risk Management Institute de l'Université de Toronto.

### 2.1 Choix des secteurs

Les quatre secteurs choisis aux fins de l'étude sont : pétrole et gaz; produits chimiques; services publics; mines. Ils ont été retenus pour les raisons suivantes :

- Tous exercent de forts impacts environnementaux et, pour cette raison, figurent parmi les secteurs les plus exposés aux risques et possibilités d'affaires associés aux grands enjeux environnementaux.
- Ils ont une grande pertinence pour l'économie nord-américaine.
- Les entreprises de ces secteurs comptent parmi les plus susceptibles d'être fortement touchées, sur le plan financier, par divers problèmes environnementaux, ce qui fait de ces secteurs des candidats idéaux pour l'intégration de la recherche environnementale dans l'évaluation financière des titres.

Les questions de capitalisation boursière ont également été jugées hautement pertinentes dans le choix des secteurs. En premier lieu, les secteurs devaient représenter une proportion suffisamment élevée des bourses de valeurs nord-américaines pour qu'on puisse avoir accès à une grande diversité de rapports de courtage et d'études d'analystes (c'est le cas, par exemple, du secteur minier). Deuxièmement, on a considéré l'importance économique du secteur. Plus le secteur a une importance économique, plus il est couvert par les analystes (comme pour les services publics et, au Canada, le secteur pétrolier et gazier). La future pertinence financière des enjeux environnementaux pour le secteur a également été jugée importante (par exemple, la rapide mutation du milieu de l'industrie chimique). Les produits chimiques spécialisés présentent un intérêt croissant dans ce secteur, où l'on assiste à l'abandon progressif de nombreux produits chimiques traditionnels présents dans une foule de produits. Cet abandon nuit fortement aux entreprises chimiques. Ainsi, le principal fabricant et marchand mondial de méthanol, Methanex, a vu diminuer le prix de son action lorsque l'Environmental Protection Agency (EPA) américaine a imposé une utilisation moindre de l'éther méthylique ter-butyle (MTBE). (Le MTBE demeure une source d'inquiétude, les États-Unis envisageant une interdiction pure et simple.)

On a dressé un tableau de concordance entre les considérations de capitalisation boursière et les enjeux de durabilité environnementale qui seraient le plus susceptibles d'exercer un impact financier sur les entreprises touchées. Le tableau 1 présente un survol des considérations et enjeux jugés pertinents pour chaque secteur .

Tableau 1 : Choix des secteurs

Secteur	Considérations de capitalisation boursière	Enjeux de durabilité environnementale
<i>Pétrole et gaz</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'ensemble du sous-indice pétrolier et gazier forme une proportion substantielle de la capitalisation boursière totale à la bourse de Toronto (TSX) et à la bourse de New York (NYSE).</li> <li>• Les titres des grandes compagnies intégrées comptent parmi les plus importants et les plus couverts au monde.</li> <li>• Cette industrie joue un rôle de premier plan dans l'économie mexicaine.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Passifs de lieux contaminés</li> <li>• Qualité de l'air</li> <li>• Changements climatiques</li> </ul>
<i>Services publics</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Secteur caractérisé par une forte fragmentation aux É.-U. et par des quasi-monopoles au Canada et au Mexique</li> <li>• Le secteur est largement couvert par les analystes en raison de son importance pour l'économie.</li> <li>• Les principaux acteurs sont largement couverts par les grandes banques.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Passifs de lieux contaminés</li> <li>• Qualité de l'air</li> <li>• Changements climatiques</li> </ul>
<i>Mines</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Similaire au secteur forestier, couverture moins étendue que les autres secteurs</li> <li>• On a inclus l'aluminium et divers intérêts métallurgiques et miniers, pour élargir l'étendue du secteur</li> <li>• La couverture par les analystes est spécialement forte au Canada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualité de l'eau</li> <li>• Passifs de lieux contaminés</li> <li>• Émissions localisées</li> <li>• Lieux vulnérables</li> </ul>
<i>chimiques</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le marché des produits chimiques de base est dominé par un petit nombre d'acteurs majeurs — Dow, DuPont, Praxair, Nova Chem, Potash</li> <li>• La couverture des produits chimiques spécialisés est en hausse.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Responsabilité de produits (amiante, MTBE)</li> <li>• Passifs de lieux contaminés</li> </ul>

Ces secteurs subissent l'influence d'une multitude de forces qui représentent des considérations majeures pour le milieu classique de l'investissement. On trouve à *l'annexe A* les forces motrices de chaque secteur, puis les sources des données.

## 2.2 Choix des enjeux

On a dressé une liste des enjeux environnementaux qui permettrait à l'équipe de recherche d'avoir un aperçu rétrospectif, actuel et prospectif de la façon dont les enjeux environnementaux pertinents étaient considérés par le secteur financier dans le processus d'évaluation/sélection des titres. Parmi les divers enjeux recensés, l'équipe de recherche a jugé que quatre d'entre eux (changements climatiques, qualité de l'air, utilisation/pollution de l'eau, lieux contaminés) présentaient la plus grande importance stratégique et financière pour les entreprises dans chacun des secteurs choisis;

- incidence environnementale;
- sensibilité aux politiques publiques et aux initiatives réglementaires;
- pertinence escomptée pour les analystes et les investisseurs financiers.

À ce titre, ces grands enjeux environnementaux ont été retenus comme point de mire de la présente étude.

## 2.3 Choix des entreprises

Pour mieux focaliser la recherche, on a choisi trois entreprises par secteur, pour permettre aux chercheurs de mettre l'accent sur des enjeux environnementaux précis qui correspondent aux descriptions plus générales présentées ci-dessus, de façon à déterminer dans quelle mesure (le cas échéant) ces enjeux ont influencé le processus d'évaluation/sélection des titres par le milieu de l'investissement classique. Le choix des entreprises reposait à la fois sur la capitalisation boursière (suffisamment élevée pour que des analystes de premier plan suivent le titre) et sur une exposition substantielle aux enjeux environnementaux retenus. Le groupe a examiné les entreprises à la fois selon leur risque et selon leurs possibilités d'affaires en matière environnementale; cet équilibre risque/occasions d'affaires se traduit dans la liste des entreprises retenues en vue d'une étude plus approfondie. Le tableau 2 résume les sociétés choisies; une description plus détaillée suit.



Tableau 2 : Choix des sociétés

Secteur	Société	Capitalisation boursière (milliards \$US)	Pays
<i>Pétrole et gaz</i>	Imperial Oil	31.4	Canada
	Exxon Mobil	369.3	É.-U.
	Occidental Petroleum	33.2	É.-U.
<i>Produits chimiques</i>	Potash	7.9	Canada
	Agrium	2.7	Canada
	DuPont	39.8	É.-U.
<i>Services publics</i>	TransAlta	4.2	Canada
	First Energy	0.1	É.-U.
	PG&E	13.8	É.-U.
<i>Mines</i>	Noranda (now Falconbridge)	11.3	Canada
	Barrick Gold	0.05	Canada
	Alcoa	24.6	É.-U.

### 2.3.1 Pétrole et gaz

La société Imperial Oil, dont la capitalisation boursière atteint 31,4 milliards \$US, a été impliquée dans un certain nombre d'incidents environnementaux qui ont quelque peu terni sa réputation au Canada. Bien qu'Imperial Oil soit une filiale d'Exxon Mobil, ses problèmes environnementaux s'avèrent à eux seuls pertinents pour les analystes. En 2003, par exemple, une raffinerie d'Imperial Oil située dans la « Chemical Valley » de Sarnia a laissé s'échapper dans la rivière St. Clair jusqu'à 160 000 litres de produits chimiques. Le déversement a contaminé les prises d'eau qui, au sud de Port Huron, alimentent des dizaines de milliers de personnes dans la région. Un comité environnemental d'un comté du Michigan, le Macomb Water Quality Board, a ordonné à la compagnie de verser près de huit millions \$US en réparations. Dans le dossier des changements climatiques, Imperial Oil suit l'exemple de sa société mère, Exxon Mobil. Imperial Oil mesure ses émissions de gaz à effet de serre (GES) et les déclare directement et volontairement au programme fédéral Défi-climat (Mesures volontaires et Registre). Imperial Oil figure cependant parmi les sociétés qui ont milité le plus intensément contre l'adoption par le Canada du Protocole de Kyoto, en faisant valoir que cela nuirait grandement à ses bénéfices futurs.

Après le déversement de pétrole de l'Exxon Valdez dans le golfe du Prince William en

1989, la société civile a commencé à s'inquiéter de plus en plus de l'incapacité d'Exxon Mobil à collaborer avec les parties prenantes au sujet des questions d'intérêt écologique. Exxon Mobil, une des plus grandes sociétés pétrolières et gazières au monde avec une capitalisation boursière de 369,3 milliards \$US, doit encore supporter aujourd'hui l'héritage de la catastrophe de l'Exxon Valdez. Aussi récemment qu'en janvier 2004, Exxon a été condamnée à verser 6,5 milliards \$US (4,5 milliards \$US en dommages-intérêts punitifs et deux milliards \$US en intérêts) aux parties les plus touchées par le déversement. Exxon retarde le versement des réparations depuis le dépôt du verdict initial en 1994, et elle a interjeté l'appel du plus récent jugement. La constante vigueur du titre d'Exxon a été attribuée à la capacité de la compagnie à faire face aux conséquences de la catastrophe dans son ensemble. Comme le signalait une étude de Rory Knight en 1996, Oxford Executive Research Report, portant sur quinze catastrophes d'entreprise qui n'ont pas influencé le prix de l'action à long terme, ces catastrophes ne se répercutent pas toujours sur le prix de l'action. Rory Knight remarquait toutefois que plus le coût en vies humaines était élevé, plus les marchés sanctionnaient l'entreprise impliquée (à preuve la catastrophe de Bhopal). En fait, on postule que puisque la mortalité causée par l'Exxon Valdez a touché des animaux sauvages, les marchés n'ont tout simplement pas réagi aux effets potentiellement dévastateurs de la catastrophe en raison de la grande difficulté de quantifier monétairement les dégâts.

Occidental Petroleum, de son côté, a agi positivement pour alléger son empreinte écologique. Pour 2001, plus récente année de déclaration de l'inventaire des rejets toxiques, le total des rejets et transferts avait baissé de 25 % par rapport à l'année précédente. Cette société n'a été impliquée dans aucun déversement d'envergure, et les incidents typiques portaient sur moins de dix barils de pétrole. Six installations seront assujetties au Implementation Plan de l'État du Texas, exigé par l'EPA américaine, qui prévoit d'ici 2007 des réductions de 80 % et 60 % respectivement dans les rejets d'oxyde d'azote et de carbone organique volatil. Les frais de conformité pour Occidental devraient varier entre 71 millions \$US et 120 millions \$US. Depuis l'application des mesures de réduction (2001), les rejets dans l'atmosphère et le sol ont considérablement diminué. La compagnie met lentement en œuvre des mesures pour réduire ses émissions de GES et a adhéré à la Global Environmental Management Initiative. La capitalisation boursière d'Occidental Petroleum se chiffre à 33,2 milliards \$.

### 2.3.2 Produits chimiques

Les sociétés Potash (capitalisation boursière de 7,9 milliards \$US) et Agrium (2,7 milliards \$US) présentent des profils assez différents dans leurs activités de production d'azote/urée/potasse, et par conséquent n'ont pas le même profil d'exposition aux risques environnementaux associés à ces substances chimiques. On a procédé à une analyse comparative de la performance de ces entreprises pour déterminer si les analystes accordaient une valeur à cette différence. Agrium, par exemple, fabrique de grandes quantités d'azote, une substance dont la production présente une intensité énergétique extraordinairement élevée et consomme beaucoup de gaz naturel. La facture énergétique totalise environ 80 % des coûts d'exploitation. Pour Agrium (comme pour tout autre fabricant d'engrais azotés), obtenir du gaz naturel à faible coût représente un lourd défi.

DuPont versera 340 millions \$US pour régler une action en recours collectif intentée par les résidents qui habitent près de ses usines en Virginie-Occidentale et en Ohio, et qui craignent d'avoir été exposés à un produit chimique, le perfluorooctanoate d'ammonium (ou C8), d'usage courant dans toute une gamme de produits de consommation, depuis les casseroles non adhésives jusqu'aux tapis antitaches. Les poursuites intentées par l'EPA américaine contre DuPont pour avoir présumément omis d'aviser les instances de réglementation de la toxicité du produit chimique sont toujours pendantes, mais la société pourrait se voir obligée de verser jusqu'à 300 millions \$US de plus si l'EPA décidait de mener sa cause avec toute la rigueur de la loi. Pour les investisseurs, l'inquiétude la plus immédiate demeure la possibilité que le produit soit interdit par l'EPA. Même s'il est impossible pour l'instant d'estimer avec précision les pertes marchandes qu'entraînerait un retrait du produit, soulignons que le C8 et les substances chimiques amont qui y sont reliées sont présents dans une pléthore de produits allant des textiles jusqu'aux nettoyeurs ménagers, représentant un potentiel maximum de responsabilité de produit. Sur le montant prévu au règlement, environ 235 millions \$US dépendent des résultats d'études sanitaires indépendantes menées pour déterminer s'il existe un lien entre le produit et des effets sanitaires négatifs. DuPont a une capitalisation boursière de 39,8 milliards \$US.

### 2.3.3 Services publics

TransAlta est l'unique grande entreprise de services publics cotée à la Bourse de Toronto (TSX), avec une capitalisation de 4,2 milliards \$US. Malgré l'excellence de sa fiche envi-

ronnementale (par rapport à l'ensemble du secteur), on a estimé que TransAlta, en tant qu'acteur important, devait représenter un important élément de l'étude. On a examiné la façon dont les analystes considèrent la possibilité que les dépenses d'entretien fassent baisser les dividendes, et le fait que la croissance des revenus depuis quelques années dépend de la capacité de l'entreprise à conclure de nouveaux contrats de fourniture d'énergie au charbon aux États-Unis à un tarif supérieur.

Chez First Energy, les combustibles fossiles occupent une part relativement importante du portefeuille d'offre énergétique (55 % charbon, 28 % nucléaire, 12 % pétrole et gaz, 5 % hydroélectricité). En raison de ses émissions supérieures à la moyenne, cette société est davantage exposée aux normes réglementaires sur les émissions. La capacité de l'entreprise à offrir un portefeuille énergétique composé d'un tiers charbon dépasse 41 ans, ce qui implique des frais plus élevés d'exploitation et d'immobilisations. Sur le plan de la stratégie climatique, First Energy tire de l'arrière par rapport à ses concurrents, et elle est présente dans des États ayant adopté des règlements sur la divulgation des émissions de GES ou du bilan combustibles. La société est actuellement sous examen pour un certain nombre d'infractions aux règlements sur la santé et la sécurité, notamment des cas d'exposition à des radiations nucléaires dans quatre usines. Les autres infractions signalées portent sur des problèmes d'arrêt pour rechargement, d'élimination des déchets et de fuites de radiation. La First Energy a également été montrée du doigt comme étant partiellement responsable de la panne de courant qui a touché le nord-est des États-Unis en 2003; elle a accéléré la mise à niveau de ses installations de transport et de distribution. La First Energy a une capitalisation boursière de 100 millions \$US.

La condamnation de la PG&E à verser des dommages-intérêts à la population de Hinckley (Californie) a fait l'objet d'un film à succès d'Hollywood (Erin Brokovich) et est devenue le symbole du désengagement et du manque d'éthique manifestés par de nombreuses entreprises envers les collectivités qu'elles servent et où elles sont présentes. Avec une capitalisation boursière de 13,8 milliards \$US, la PG&E n'est que récemment sortie du régime de protection de la loi sur les faillites, après une cascade d'affaires de mauvaise gestion ayant débuté par l'affaire Hinckley. La PG&E avait été obligée de verser ce qui constituait à l'époque la plus forte indemnisation à des résidents privés.

### 2.3.4 Mines

La Noranda (aujourd'hui Falconbridge) pourrait être poursuivie en justice pour la fuite de gaz toxique qui, le 9 août 2004, a dérivé jusqu'à Montréal et indisposé un certain nombre d'habitants, selon les instances environnementales fédérales. Il semblerait que la compagnie ait enfreint la loi en omettant d'aviser Environnement Canada ou toute autre autorité avant que le nuage de gaz atteigne Montréal. Pour cette raison, les autorités ignoraient que le nuage se dirigeait vers la ville jusqu'à ce que des gens commencent à appeler pour se plaindre qu'un nuage nocif les rendait malades. Selon les médias, Environnement Canada est en train d'examiner les éléments de preuve et pourrait tenter des poursuites contre la Noranda, dont le siège social se trouve à Toronto. Sa capitalisation boursière atteint 11,3 milliards \$US.

Les deuxième et troisième sociétés minières retenues pour cette étude n'ont pas connu d'incident particulier qui permettrait aux chercheurs de suivre sur une période précise les évaluations des analystes, mais on les a choisies en raison de leur place importante dans le secteur minier. Barrick Gold, deuxième producteur d'or en Amérique du Nord avec une capitalisation boursière de 50 milliards \$US, continue d'accuser un retard par rapport à ses rivaux canadiens (notamment Alcan) quant à la prise de mesures environnementales proactives. On a jugé intéressant de déterminer si, pour cette raison, les analystes financiers ou les GP jugeaient plus risqué le titre de cette entreprise. Avec une capitalisation boursière de 24,6 milliards \$, Alcoa est un des premiers producteurs mondiaux d'alumine et d'aluminium et, à ce titre, n'a pas ménagé les efforts pour bonifier sa performance environnementale. Son approche évoluée de détection et de gestion des risques environnementaux importants en fait un des leaders de l'industrie. Que ce soit en adoptant des programmes de réduction des émissions de GES ou en s'assurant la contribution des parties prenantes dans les projets hydroélectriques controversés, Alcoa a su mettre en place des stratégies de durabilité qui lui permettent de conjuguer ses objectifs de rentabilité avec les buts sociétaux plus larges de protection de l'environnement, de création de richesse et de stabilité sociale.

## 2.4 Méthodologie de recherche

L'analyse a été effectuée au moyen de méthodes de recherche primaires comprenant notamment :

- la tenue d'entrevues avec des professionnels nord-américains de l'investissement (41 entrevues individuelles);
- l'examen de rapports de recherche (p. ex., des rapports de courtage d'analystes) et d'autres documents issus du milieu financier classique;
- la tenue de discussions avec d'autres individus et organisations ayant une expérience directe de l'interface entre la durabilité environnementale et l'analyse financière : analystes œuvrant au sein d'entreprises socialement responsables, gestionnaires de fonds éthiques, organisations de recherche, universitaires, etc.

Les professionnels du milieu classique de l'investissement que nous avons interrogés se répartissent en trois grands groupes : analystes, gestionnaires de portefeuille et consultants en investissement. Voir le tableau 3.

*Tableau 3 : Répartition des professionnels de l'investissement interrogés*

Pays	Analystes	Gestionnaires de portefeuille	Consultants en investissement
<i>Canada</i>	11	5	5
<i>États-Unis</i>	12	1	2
<i>Mexico</i>	3	2	0

On a classé les réponses par pays d'origine pour dégager les tendances par pays concernant l'intégration des enjeux environnementaux dans l'évaluation des actions. Une fois ces tendances établies, nous avons évalué divers facteurs justificatifs pour tenter de cerner les facteurs d'intégration, telles les lois adoptées par un pays.

Pour dresser la liste cible d'analystes à interviewer, nous avons commencé par utiliser des classements provenant d'une tierce partie (p. ex., le magazine *Institutional Investor*) et les commentaires/suggestions informels formulés par des pairs. L'objectif consistait à déterminer, par un examen rétrospectif des enjeux, si les analystes avaient ou non considéré les préoccupations environnementales avant qu'elles exercent un effet négatif important sur la rentabilité ultime des entreprises. Cependant, un certain nombre d'analystes n'ayant pas rappelé ou ayant décliné notre demande d'entrevue, les chercheurs ont commencé à concentrer leurs efforts sur les analystes qui étaient le plus accessibles, c'est-à-dire principalement ceux dont le nom avait été suggéré par des professionnels précédemment

interrogés par les chercheurs.

En complément des entrevues d'analystes, on a fait un examen pluriannuel de rapports de courtage d'années antérieures, après quoi on a demandé des entrevues de suivi pour approfondir l'information contenue dans ces rapports. Tant pour les rapports de courtage que pour les entrevues de suivi, les analystes choisis provenaient de listes publiées dans deux sources très respectées. Les analystes américains étaient tirés de Institutional Investor: All-America Research Team, 2003, une publication qui fait une recension annuelle des principaux analystes dans chaque secteur financier classique. Quant aux analystes canadiens, on les a choisis dans le rapport Brendan Woods International — 2003 Canadian International Equity Research, Sales & Trading Performance Report, la publication considérée comme la plus prestigieuse au Canada pour l'évaluation des analystes financiers. On a contacté les trois analystes arrivant en tête de chaque secteur choisi, tant au Canada qu'aux États-Unis, pour leur demander de nous donner une entrevue. Malheureusement, sur les 24 analystes contactés, seulement trois ont répondu par l'affirmative, ce qui limite la portée de l'analyse des rapports de courtage.

Les rapports de courtage analysés couvrent les secteurs et les entreprises choisis pour la présente étude. Ce n'est pas par hasard si le thème de l'environnement a commencé à susciter davantage d'intérêt après le désastre de l'Exxon Valdez en 1989; auparavant, la gestion de l'environnement générait une information peu abondante, voire inexistante. L'avènement de la norme ISO 14000 en 1996 a standardisé une plus grande partie des données sur les systèmes de gestion environnementale des entreprises, et ainsi uniformisé les règles du jeu pour les entreprises. Les rapports de courtage examinés proviennent des firmes de recherche suivantes, pour les années indiquées :

- Merrill Lynch — 1988–1989, 2002–2004;
- Morgan Stanley — 1989, 2001–2004;
- Lehman Brothers — 2003–2004;
- BMO Nesbitt Burns — 2001–2004;
- Goldman Sachs — 2002–2004.

Comme les gestionnaires de portefeuille et les consultants en investissement contactés nous avaient été suggérés par diverses sources, l'équipe de recherche a pu obtenir un taux de réponse de 100 %.

## 2.5 Analyse des données

Nous avons catalogué les données en trois thèmes :

1. Lignes temporelles, où l'on considère toutes les données pertinentes aux problèmes posés par l'évaluation quantitative à court terme d'enjeux environnementaux à long terme. Ce thème inclut la question de savoir si les analystes considèrent la gestion et les risques environnementaux selon une optique prospective ou historique.

2. La méthodologie employée par les analystes pour incorporer les enjeux environnementaux à l'évaluation des titres. Si les enjeux environnementaux étaient le moins considérés, les chercheurs tentaient de déterminer si ces enjeux étaient appréhendés selon une perspective qualitative (discussion générale concernant l'incidence de ces enjeux sur un secteur ou une entreprise en particulier) ou quantitative (ces enjeux sont-ils ou non incorporés à un modèle financier d'évaluation des titres).

3. Le défi communicationnel/informationnel, et le degré auquel l'information environnementale communiquée par les entreprises est présentée sous une forme qui peut être utile aux analystes financiers. Ce thème vise à déterminer si, oui ou non, les entreprises fournissent aux analystes financiers l'information environnementale dont ils ont besoin ou les données qui leur seraient nécessaires pour incorporer une telle information au modèle d'évaluation.

On a amalgamé l'information pour évaluer dans quelle mesure les différentes catégories de professionnels de l'investissement intègrent les questions environnementales aux mandats d'investissement (consultants en investissement), au processus de choix des titres (GP) et à l'évaluation des titres (analystes). On a ensuite évalué la pertinence de chaque enjeu pour le processus d'évaluation des titres et cerné les défis que les enjeux environnementaux présentent au milieu de l'investissement.

## 2.6 Écueils du processus de recherche

D'emblée, le nombre relativement restreint de professionnels ayant accepté d'être interrogés dans le cadre de cette étude nous a révélé la faible importance attribuée aux questions environnementales par les professionnels de l'investissement. Il faut donc user d'une cer-



taine prudence dans l'interprétation des résultats de cette étude. En tout et partout, nous n'avons réalisé que 41 entrevues, malgré nos efforts répétés et persistants pour accroître substantiellement ce nombre. À nos yeux, plusieurs raisons expliquent cette circonspection, et le faible taux de réponse constitue en soi une constatation importante.

La principale raison de ce désintérêt réside peut-être dans la croyance généralisée, chez les professionnels de l'investissement, que les préoccupations environnementales ne revêtent pas une importance particulière dans l'évaluation des titres. C'était spécialement le cas au Mexique, mais aussi, dans une moindre mesure, au Canada et aux États-Unis. Diverses raisons peuvent expliquer cette situation. Tout d'abord, la majorité des analystes estiment qu'advenant la baisse de valeur d'une action, tout facteur environnemental qui aurait pu jouer un rôle n'aurait alors constitué qu'une cause parmi d'autres. Les professionnels de l'investissement semblaient croire que leurs méthodes habituelles d'évaluation leur auraient permis de saisir ces causes, ou les risques généraux reliés à la gestion.

Deuxièmement, la responsabilité fiduciaire fait actuellement l'objet d'une interprétation relativement étroite, où la prise en compte des facteurs environnementaux est perçue au mieux comme une distraction, et au pire comme préjudiciable au rendement. Par conséquent, les promoteurs de régimes de retraite se méfient généralement des éventuelles complications juridiques qu'ils pourraient avoir à affronter s'il était ultérieurement établi qu'ils ont dérogé à leurs responsabilités fiduciaires en tenant compte de facteurs « non financiers ».

Enfin, les facteurs environnementaux étaient considérés comme une problématique à long terme, et par conséquent sans pertinence pour des professionnels de l'investissement dont la performance est presque invariablement mesurée à l'aune des rendements trimestriels.

### **3 Prise en compte des enjeux environnementaux par le milieu classique de l'investissement : une perspective nord-américaine**

Selon les recherches, les enjeux environnementaux sont davantage considérés dans les décisions d'investissement au Royaume-Uni et en Europe qu'en Amérique du Nord, et davantage aux États-Unis qu'au Canada. Au Royaume-Uni par exemple, les profes-

sionnels considèrent la question d'un œil plus favorable et, dans l'ensemble, ils en comprennent mieux la pertinence potentielle pour leur travail. Au Royaume-Uni, le milieu de l'investissement s'entend généralement pour reconnaître que, même si l'intérêt suscité par les préoccupations environnementales peut légèrement s'atténuer en période baissière, cet intérêt ne disparaîtra pas complètement en raison de l'importance croissante des enjeux environnementaux au chapitre des politiques publiques. Ce sentiment ne semble pas trouver d'écho au Canada et aux États-Unis; en fait, le Canada tire de l'arrière par rapport aux États-Unis dans l'examen prospectif de cette question.

Deux types de raisons semblent expliquer cette divergence, et il est difficile de dire quel type pourrait s'avérer le meilleur moteur de changement. Le premier type est l'absence en Amérique du Nord de cadre de soutien législatif à l'ISR semblable à celui qui existe en Europe et au Royaume-Uni; le second type, qui concerne davantage le Canada et le Mexique, a trait au désintérêt des investisseurs du secteur privé à l'égard de ces questions. Au Royaume-Uni et en Europe, tant les responsables des politiques que les investisseurs institutionnels ont exercé des pressions en faveur de la communication d'une information plus abondante sur la performance à long terme des entreprises, y compris la performance environnementale. Reconnaissant cet écart entre l'Europe et l'Amérique du Nord quant à l'intégration d'une optique à long terme ou de facteurs extra-financiers dans le processus d'investissement, un rapport du Programme des Nations Unies pour l'environnement concluait en 2003 que « Les décideurs et les investisseurs peuvent représenter pour les firmes de recherche nord-américaines les catalyseurs les plus convaincants pour les inciter à incorporer à leur travail des indicateurs sociaux, environnementaux et de gouvernance d'entreprise »<sup>4</sup>. C'est sur la foi de cette conclusion que les recommandations formulées à la fin du présent rapport s'adressent principalement aux responsables des politiques publiques, puisqu'ils constituent les principales autorités capables d'améliorer les « conditions-cadres » qui déterminent quels changements sont possibles ou impossibles à l'intérieur de la chaîne de valeurs de l'investissement.

On a observé que les changements législatifs apportés en Europe et au Royaume-Uni sont directement corrélés à un plus grand intérêt envers l'allongement de l'horizon d'investissement. Dans les cas où une loi a obligé les investisseurs institutionnels à au moins prendre en compte les questions sociales et environnementales dans leurs politiques, principes ou déclarations d'investissement, les instances de réglementation signalent en fait au milieu de l'investissement qu'il importe de considérer ces facteurs soi-di-

<sup>4</sup> Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement, *The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing*, Genève, 2004.

sant « extra-financiers ». En filigrane, ces lois signifient au milieu financier qu'il peut intégrer des facteurs environnementaux (en compagnie d'autres enjeux « non comptables ») aux décisions d'investissement, et que les considérations environnementales n'entrent pas nécessairement en conflit avec la responsabilité fiduciaire. Même si ces lois n'ont peut-être pas concrètement changé le cadre réglementaire (les professionnels de l'investissement n'étant toujours pas obligés de considérer ces enjeux extra-financiers, mais simplement tenus d'indiquer clairement s'ils les ont ou non pris en compte), on a remarqué qu'elles ont modifié la perception du cadre réglementaire, et ainsi rehaussé la notoriété de ces types d'enjeux « extra-financiers » dans le milieu de l'investissement.

Outre la contribution majeure des lois, les investisseurs individuels eux-mêmes jouent un rôle important dans l'allongement des horizons de placement. Une meilleure divulgation de l'information environnementale dans les rapports des entreprises est demandée un peu partout dans le monde, et non pas seulement dans les régions où l'environnement suscite historiquement un solide intérêt, comme le Royaume-Uni et l'Europe. Cette situation est attribuable aux pressions exercées par de multiples intervenants en faveur d'une meilleure divulgation des informations sur la durabilité. Les investisseurs ont rejoint un mouvement de revendication qui était jusque-là principalement l'apanage des groupes de la société civile, comme en témoignent diverses initiatives de concertation telles que le Carbon Disclosure Project, l'Investor Network on Climate Risk (INCR) et la Enhanced Analytics Initiative, décrites plus en détail à l'annexe B. La Enhanced Analytics Initiative, en particulier, est une démarche concrète qui vise à accroître la demande d'analyse environnementale en remettant en cause la prépondérance accordée à la recherche financière à court terme aux dépens d'une évaluation plus globale et à long terme de la performance des entreprises. Cet effort sera grandement facilité par le budget de 4 à 5 millions d'euros que ce groupe d'investisseurs institutionnels entend allouer aux courtiers qui excellent dans l'intégration de ce qu'ils appellent l'analyse extra-financière à leur processus de recherche classique.

Pendant ce temps, la pression de la société civile est davantage structurée qu'il y a quelques années à peine, comme en témoigne le surcroît d'activité enregistré dans des initiatives telles que le Pacte mondial et la Global Reporting Initiative (annexe B). Signalons toutefois que la mobilisation des investisseurs est plus marquée dans les régions géographiques où des lois favorisent la divulgation de ce que l'on qualifiait traditionnellement d'éléments incorporels, comme la performance environnementale. On trouve à l'annexe C un survol des lois et des événements qui ont trait à l'ISR ou à la divulgation de l'information envi-

ronnementale, partout dans le monde.

Dans le milieu de l'investissement du Royaume-Uni et de l'Europe, comparativement à ce qu'on observe en Amérique du Nord, l'existence de lois explicites encourageant la divulgation des éléments incorporels semble être un des principaux catalyseurs de l'intérêt dominant suscité par les questions environnementales ou, à tout le moins, de l'acceptation d'une perspective à plus long terme dans la mesure du rendement des investissements. Cette situation a amené les firmes de gestion de portefeuille du Royaume-Uni et d'Europe à constituer d'importantes équipes d'ISR, pour tenter de saisir proactivement les risques et les possibilités d'affaires de nature environnementale associés à leurs investissements. De plus en plus, ces professionnels de l'ISR travaillent avec leurs collègues du secteur de l'investissement pour démontrer l'existence d'un lien entre le cours boursier et la responsabilité sociale des entreprises, bien que ce processus d'« intégration » interne soit loin d'être achevé.

Soulignons toutefois qu'il existe toute une panoplie d'outils permettant d'intégrer les considérations environnementales au processus de sélection des titres, et que de nombreux investisseurs y recourent, notamment à une grille de tamisage qu'ils superposent à leur analyse financière classique. D'autres investisseurs se servent des rapports de performance environnementale préparés par des maisons de recherche indépendantes comme outils de mise à contribution des gestionnaires des entreprises dont ils détiennent des titres. Certains GP demandent à ces firmes de procéder à des vérifications de portefeuille pour évaluer leur exposition globale aux risques environnementaux; les gestionnaires les plus dynamiques se départiront complètement des actions des sociétés qui présentent une sous-performance environnementale par rapport à la moyenne sectorielle.

On trouve ci-dessous une discussion plus détaillée du degré de prise en compte des facteurs environnementaux dans les méthodes d'évaluation des titres dans les trois pays (Canada, États-Unis et Mexique).

### 3.1 Canada

Comme indiqué précédemment, le Canada accuse un léger retard par rapport aux États-Unis. Cela peut s'expliquer partiellement par le fait que l'éventail de produits d'investissement est moins diversifié au Canada qu'aux États-Unis, puisque les capitaux d'investissement

y sont au départ moins abondants. Cependant, la situation pourrait changer au Canada avec la récente élimination des restrictions à la propriété étrangère dans les investissements canadiens.

Malgré un apparent désintérêt à l'égard des questions environnementales, les analystes couvrant les quatre secteurs examinés dans le présent rapport semblaient, en entrevue, extrêmement conscients des enjeux environnementaux particuliers qui touchent leur secteur, mais hésitants quant à la façon de les incorporer à leurs modèles d'évaluation. À leurs yeux, toute analyse de ces questions sera invariablement qualitative, sauf peut-être pour des exemples précis et ponctuels d'événements ayant un effet quantifiable sur les flux monétaires d'une entreprise (voir la définition à la section 5.1). Les analystes ont déclaré garder un œil sur la réglementation environnementale, et quelques-uns ont même affirmé qu'ils procéderaient à des analyses de scénarios pour voir comment l'évolution de la réglementation pourrait influencer leurs titres, mais non de façon aussi approfondie que leurs homologues européens. Certains se sont dits frustrés de l'indécision gouvernementale face à la modification des règlements et, pour cette raison, estiment que les scénarios basés sur les modifications réglementaires sont un gaspillage de temps. Ces analystes pensent qu'ils auront amplement le temps de réviser leurs évaluations de titres, advenant une modification de la législation.

Selon les recherches, tant les analystes que les GP du Canada pensent souvent que la législation environnementale canadienne manque de « dents » — autrement dit, la législation n'a pas d'impact immédiat sur la rentabilité de l'entreprise. Soit que les amendes sanctionnant les infractions de type environnemental sont négligeables (trop faibles ou facilement contestables), soit que les surcoûts afférents aux modifications législatives peuvent être recouverts grâce à des subventions gouvernementales.

Cependant, la majorité des analystes ont déclaré qu'ils considéreraient un peu plus positivement la performance d'une entreprise qui mettrait au point un nouveau produit pouvant s'avérer attirant pour un marché cible ou pour un marché de niche, comme l'énergie renouvelable.

Les GP canadiens semblent douter fortement que le fait de privilégier la performance environnementale dans un portefeuille puisse mener à de meilleurs rendements, même si la majorité de ceux que nous avons interrogés semblaient ouverts à l'idée d'examiner la ges-

tion environnementale dans le cadre d'une évaluation globale de la gestion de l'entreprise. Les recherches révèlent toutefois que ni les consultants ni les GP ont une bonne connaissance des enjeux environnementaux ou de leur possible incidence sur les entreprises individuelles, autre qu'une atteinte à la réputation.

Pour ce qui est des consultants en investissement au Canada, la très grande majorité n'ont pas considéré la pertinence des enjeux environnementaux pour leur stratégie d'investissement. Soulignons toutefois que les consultants en investissement ne gèrent pas d'avoirs et ne font donc pas directement d'analyses d'entreprise qui pourraient englober une évaluation environnementale. Leur travail consiste plutôt à analyser et à évaluer la qualité des portefeuilles. En matière environnementale donc, leur rôle pourrait être d'évaluer la capacité des GP à incorporer les critères environnementaux au processus de sélection des titres pour les clients qui se préoccupent particulièrement de cette question.

Le principal problème au Canada, c'est que, pour de nombreux acteurs du milieu de l'investissement, l'intégration des considérations environnementales à l'évaluation des titres équivaut en quelque sorte à exclure des entreprises ou même des secteurs industriels au complet, une chose qui leur répugne tout particulièrement. De nombreux GP sont déjà limités dans leurs possibilités d'investissement, spécialement les gestionnaires de fonds de retraite et de fonds communs de placement et les autres gestionnaires institutionnels qui doivent respecter des contraintes et des mandats d'investissement précis. Les gestionnaires semblent pour l'instant hésiter à adopter certains des outils exposés ci-dessus, qui leur permettraient de faire le suivi du risque environnemental sans complètement changer leurs stratégies d'investissement.

### 3.2 États-Unis

Les recherches permettent de constater que le milieu de l'investissement aux États-Unis est plus ouvert à l'incorporation des critères environnementaux aux stratégies d'investissement, mais uniquement dans le cadre d'une niche ISR, par opposition à son application généralisée aux opérations courantes de sélection et d'évaluation des titres. Pour autant que la stratégie d'investissement est perçue comme classique, la majorité des investisseurs de ce pays n'intègrent pas de considérations environnementales à leurs décisions de placement. Les professionnels américains de l'investissement semblent plus ouverts à l'incorporation de restrictions environnementales au processus de sélection des

titres, mais plusieurs ont souligné que, dans la réalité, peu de clients posent de telles exigences. À cet égard, le degré d'intégration des enjeux environnementaux aux méthodes de sélection et d'évaluation des titres est plus susceptible d'être pris en compte aux États-Unis qu'au Canada, mais uniquement dans la mesure où ce processus est relégué à sa « niche ISR ».

Un des facteurs qui contribuent à mieux faire connaître les enjeux sociaux et environnementaux aux États-Unis est le surcroît d'efforts déployés pour améliorer le suivi et la transparence de l'information d'entreprise, et ainsi réduire les imprévus — y compris, mais non exclusivement, les catastrophes environnementales — pour les investisseurs. Ces efforts sont légitimés par l'appui qu'ils reçoivent des secteurs public et privé. Ainsi, le Government Accountability Office a produit un rapport d'envergure selon lequel la SEC devrait explorer des façons d'accroître le suivi et d'améliorer la transparence de l'information. Ce rapport aborde les points suivants :

- les opinions des principaux intervenants sur la façon dont la SEC a défini les exigences de divulgation de l'information environnementale;
- le degré auquel les entreprises divulguent ce type d'information dans leurs rapports à la SEC;
- l'adéquation des efforts mis en œuvre par la SEC pour surveiller et assurer l'application des exigences de divulgation;
- les suggestions des experts concernant l'amélioration et le resserrement des exigences de divulgation en matière environnementale <sup>5</sup>.

Comme au Canada, les analystes américains sont conscients des possibles répercussions de ces questions environnementales sur leurs secteurs. À l'instar de leurs homologues canadiens, ils semblent hésitants à faire des analyses de scénarios basées sur des règlements en constant changement, car cela constituerait à leurs yeux une perte de temps. Ils s'intéressent toutefois à la possible rentabilité des projets « écotecnologiques »<sup>6</sup>. Malgré la difficulté d'évaluer quantitativement de tels projets, c'est un peu comme tout autre projet qui pourrait ou non présenter une possibilité de générer des revenus accrus. On remarque une différence notable entre les analystes canadiens et les analystes américains : ces derniers estiment que la Clean Air Act (CAA) avait eu des effets importants sur les procédés de production et, de ce fait, sur le rendement financier (quoique les coûts demeurent pour l'instant inconnus à leurs yeux), alors que les analystes canadiens n'estiment pas avoir

<sup>5</sup> Rapport du Government Accountability Office américain faisant suite à une demande du Congrès. *Environmental Disclosure: SEC Should Explore Ways to Improve Tracking and Transparency of Information*. Juillet 2004.

<sup>6</sup> Les investissements dans les écotecnologies pourraient théoriquement être assimilés à l'ISR ou aux investissements spéculatifs. Considérant le profond désintérêt manifesté envers l'ISR en Amérique du Nord, cette seconde option pourrait représenter une façon plus stratégique de présenter de tels fonds.

d'arguments concluants pour incorporer les coûts de tout règlement canadien parallèle, y compris la mise en œuvre du Protocole de Kyoto, au processus d'évaluation des titres. (La réglementation canadienne est discutée plus en détail ci-dessous, à la section 4.4.)

Tout comme leurs vis-à-vis canadiens, les consultants américains répugnent à discuter des questions environnementales, puisqu'ils croient, peut-être plus fermement encore, que ces enjeux sont non pertinents, voire même nuisibles, pour le rendement des investissements de leurs clients. Soulignons toutefois que les consultants en investissement ne gèrent pas d'avoirs et ne font donc pas directement d'analyses d'entreprise qui pourraient inclure une évaluation environnementale.

### 3.3 Mexique

Les recherches concernant le milieu financier mexicain sont moins concluantes, bon nombre des professionnels de l'investissement contactés ayant refusé d'être interrogés. Ceux qui ont répondu à notre appel ont affirmé que les questions d'environnement n'avaient aucun effet sur l'évaluation des titres dans leur pays. Ils ont bien cité quelques exemples de problèmes environnementaux ayant terni la réputation d'entreprises, mais ils estimaient que ces problèmes n'avaient pas assez d'influence sur les cours boursiers pour qu'ils prennent le temps d'examiner proactivement ces questions. Ils n'ont mentionné aucun exemple d'entreprise où les passifs environnementaux étaient importants, et c'est pourquoi ils n'accordent aucune pertinence à ces questions. Pour l'instant, les professionnels mexicains de l'investissement ne semblent pas s'inquiéter du Protocole de Kyoto et de sa possible incidence sur la valeur des titres boursiers.

### 3.4 L'Amérique du Nord dans un contexte planétaire

Il ne suffit pas de conclure que les questions environnementales sont moins prises en compte dans l'analyse financière classique en Amérique du Nord qu'au Royaume-Uni et en Europe; il faut également se demander pourquoi il en est ainsi. Les recherches suggèrent que le support législatif joue un rôle important. Tout d'abord, comme indiqué précédemment, le Royaume-Uni et l'Europe ont adopté des lois qui introduisent la notion selon laquelle les enjeux environnementaux peuvent avoir une importance dans les processus d'évaluation et de sélection des titres. Même si les professionnels de l'investissement du Royaume-Uni et de l'Europe peuvent hésiter quant à la façon d'incorporer cette informa-



tion additionnelle, et qu'ils font peut-être même face aux mêmes obstacles que leurs homologues nord-américains, la simple mention législative d'une possible importance de ces enjeux donne de la crédibilité à la faisabilité et même à l'opportunité d'intégrer les enjeux environnementaux au processus d'analyse des titres. L'Australie va encore plus loin : tout fonds qui allègue offrir un produit tenant compte de facteurs sociaux ou environnementaux doit exposer explicitement la méthodologie employée à cette fin. Le Canada a lui aussi procédé récemment à certaines modifications législatives (décrites plus en détail à l'annexe D), notamment en modifiant l'Instrument national 81-106 portant sur l'information continue des fonds de placement, qui introduit des exigences de divulgation des votes par procuration portant sur les valeurs. Ces modifications ne semblent cependant pas avoir eu autant d'effets que celles décrites précédemment pour le Royaume-Uni et l'Europe.

Le rapport publié en 2005 par le World Economic Forum et AccountAbility<sup>7</sup>, dont il a été fait mention dans l'introduction, soutient également le point de vue exposé ci-dessus selon lequel la faiblesse de la réglementation peut freiner l'intégration des enjeux environnementaux (et sociaux) dans l'analyse financière classique. Ce rapport cite comme exemple les échecs subis par la U.S. Securities and Exchange Commission, tout d'abord dans sa tentative d'obliger les sociétés à divulguer leurs passifs environnementaux importants, et ensuite dans la redéfinition des éléments qui sont et qui devraient être importants pour les investisseurs. Le rapport souligne également que, tant que les investisseurs ignoreront comment évaluer adéquatement la valeur d'une possibilité d'affaires, d'un risque ou d'un passif environnemental, ils continueront d'écarter de telles informations extra-financières.

Les modifications législatives introduites au Royaume-Uni, en Europe et en Australie ont eu un effet plus marqué sur deux très importants groupes d'investisseurs, ce qui a intensifié la demande d'information environnementale exercée à l'égard des GP et des consultants en investissement. Le premier de ces groupes est celui des actionnaires en général, où les modifications législatives ont fait fortement grimper le nombre de votes par procuration depuis quelques années, comme en témoigne la hausse du nombre de résolutions soumises par les actionnaires lors des assemblées générales annuelles des entreprises au sujet d'enjeux environnementaux (comme les changements climatiques) et d'une foule d'autres thèmes (p. ex., tabac, violation des droits de la personne). La vigueur de cette tendance se reflète aussi dans la croissance des entreprises de services de vote par procuration.

<sup>7</sup> World Economic Forum et AccountAbility, *Mainstreaming Responsible Investment*, janvier 2005. Disponible à : <http://www.weforum.org..>

Le second groupe est celui des administrateurs de régimes de retraite d'entreprise, qui souhaitent que les efforts de durabilité déployés par leurs propres entreprises se reflètent dans les titres sélectionnés pour leurs régimes de retraite. Un consultant en investissement du Royaume-Uni a cité l'exemple d'un client (un organisme de services publics) qui demandait une plus grande considération des facteurs environnementaux dans la sélection de titres de son régime de retraite fin de carrière. Cet organisme prend très au sérieux sa propre responsabilité environnementale et reçoit en fait une notation AAA d'Innovest quant à sa performance environnementale. Il faut toutefois souligner que les entreprises et leurs caisses de retraite constituent généralement deux entités juridiques distinctes; c'est pourquoi, même si l'entreprise a instauré de solides processus de gestion de l'environnement, cela ne se traduit pas nécessairement par des initiatives complémentaires de la part des administrateurs de la caisse de retraite.

#### **4 Les enjeux environnementaux dans le milieu classique de l'investissement**

Avant d'évaluer l'incidence des enjeux environnementaux sur les processus d'évaluation et de sélection des titres, il importe d'aborder le principal objectif visé par les GP : obtenir, pour les investissements de leurs clients, des rendements maximums ajustés en fonction des risques. Cette fonction fait partie intégrante de la responsabilité fiduciaire, que l'on peut définir comme l'obligation d'agir pour les meilleurs intérêts d'une autre partie. Il y a obligation fiduciaire lorsqu'une personne (le client) établit un lien de confiance spécial avec une autre personne (le fiduciaire) pour que celle-ci exerce son pouvoir discrétionnaire ou ses compétences au nom du client. Par exemple, un membre du conseil d'administration d'une entreprise a une obligation fiduciaire envers les actionnaires; un administrateur de fiducie a une obligation fiduciaire envers les bénéficiaires de la fiducie; et un avocat a une obligation fiduciaire envers son client.

Dans le monde de l'investissement, l'obligation fiduciaire s'entend de la nécessité, pour le fiduciaire (les administrateurs d'une fiducie) d'agir au nom du client pour servir les meilleurs intérêts de ce dernier, et l'on considère généralement que ces intérêts se résument exclusivement à la maximisation des rendements. Comme les administrateurs de fiducie s'exposent à des poursuites judiciaires s'ils ne respectent pas leurs obligations fiduciaires, et puisque celles-ci sont actuellement définies (ou perçues comme étant définies) de façon étroite comme se limitant aux rendements financiers, les professionnels de

l'investissement se méfient des enjeux immatériels et « non traditionnels » qui pourraient entraver l'optimisation des rendements et même, dans certains cas, leur nuire.

D'un autre côté, les entreprises affrontent aujourd'hui de nombreux risques environnementaux qui pourraient nuire aux rendements. Il existe également de nombreuses occasions d'affaires environnementales dont la concrétisation pourrait profiter au rendement des titres. Par conséquent, un professionnel de l'investissement qui omettrait de considérer les enjeux environnementaux pourrait fort bien enfreindre sa responsabilité fiduciaire<sup>8</sup>. Dans les recherches sur l'investissement, les influences signalées comme pouvant avoir une incidence financière sur les entreprises au chapitre environnemental sont les suivantes : nouveaux règlements; évolution des préférences des consommateurs; fluctuation des prix des matières premières; responsabilité pour pollution toxique; lois à motivation environnementale<sup>9</sup>. Cependant, une étude des recherches sur l'investissement semble indiquer que l'évaluation des enjeux environnementaux demeure, pour les investisseurs, une tâche malaisée.

Jusqu'à maintenant, cependant, les investisseurs ont eu beaucoup de difficulté à quantifier en termes financiers les conséquences de la performance environnementale d'une entreprise. Selon une enquête, cette difficulté représente le principal obstacle qui différencie les enjeux environnementaux des autres questions commerciales et financières. Pour cette raison, les investisseurs n'ont pu incorporer les enjeux environnementaux dans leur processus décisionnel, malgré l'importance financière de ces enjeux. Et, lorsque les marchés boursiers ne reflètent pas adéquatement les risques financiers engendrés par les décisions de gestion environnementale, on se trouve à sacrifier une importante incitation commerciale à une gestion environnementale prudente<sup>10</sup>.

Le tableau 4 présente les constatations tirées par les analystes du secteur pétrolier et gazier de Goldman Sachs UK, et qui mettent en évidence les divers risques associés à la non-considération de certains enjeux environnementaux (en l'occurrence les changements climatiques), ainsi que les possibilités d'affaires que leur offrirait un investissement dans des stratégies d'atténuation des changements climatiques.

<sup>8</sup> En 2005, le cabinet international d'avocats Freshfields Bruckhaus Deringer a étudié le cadre législatif relatif à l'intégration d'analyses environnementales et non-traditionnelles au processus d'investissement. Les résultats de cet exercice ont été publiés par le United Nations Financial Initiative, dans le rapport intitulé *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, octobre 2005.

<sup>9</sup> Repetto, Robert et Austin, Duncan, « Quantifying the financial implications of corporate environmental performance », *Journal of Investing*, 11(3):77 (2002).

<sup>10</sup> Ibid.

Tableau 4 : Risques associés aux changements climatiques

Échéancier	Incitation	Action des entreprises
Maintenant	Les entreprises doivent supporter des échecs « ponctuels ».	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Effets des changements climatiques sur la production</li> <li>• Montée des ONG et des fonds d'ISR</li> </ul>
	Faible rendement supplémentaire sur investissement, mais pénalisation concrète d'un non-investissement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualité du produit</li> <li>• Protection de l'environnement</li> </ul>
	Pénalisation efficace du non-investissement, mais choix limité d'investissement pour les entreprises	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coûts d'abandon</li> <li>• Pas de torchage de gaz</li> <li>• Réduction des émissions de GES</li> </ul>
0–5 ans	Recours à la menace environnementale comme occasion d'affaires	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Échange de droits d'émission</li> <li>• Échange de gaz</li> <li>• Avoirs hérités de nouvelle génération</li> <li>• Gaz canalisé</li> </ul>
5–10 ans	La croissance à plus long terme de l'industrie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gaz naturel liquéfié</li> <li>• Conversion du gaz aux liquides</li> </ul>
	Possibilités de meilleurs rendements à plus long terme (les dépenses de R-D déterminent maintenant le positionnement concurrentiel)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Piles à hydrogène</li> </ul>
15 ans et +	Besoin d'incitations fiscales du gouvernement pour assurer le développement économique (les dépenses de R-D déterminent maintenant le positionnement concurrentiel)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vent</li> <li>• Énergie solaire</li> <li>• Biomasse</li> </ul>

Source : Goldman Sachs, *Energy Environmental and Social Report*, 24 février 2004.

Le document *Energy Environmental and Social Report*, de Goldman Sachs, constitue pour les analystes du secteur pétrolier et gazier une précieuse source d'informations et d'analyses sur les préoccupations environnementales (et sociales). Cependant, les analystes du secteur pétrolier et gazier aux États-Unis ignorent totalement l'existence de ce rapport (qui a été publié par l'antenne de Goldman Sachs au Royaume-Uni). La plus grande partie des études financières qui abordent les enjeux environnementaux couvrent ces derniers d'une façon globale — c.-à-d. sous forme de conseils aux investisseurs sur la façon d'attribuer adéquatement une valeur à tous les enjeux qui touchent l'environnement en général, par opposition à la façon dont des enjeux précis peuvent influencer des titres particuliers. Soulignons toutefois que de nombreuses entreprises européennes *sell side*, comme Goldman Sachs (Londres), ABN AMRO et BNP Paribas, ont aussi contribué à la préparation de rapports de type développement durable, par le biais de l'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement<sup>11</sup>.

L'équipe de recherche de Goldman Sachs a examiné la question des dévaluations de titres faisant suite à des catastrophes environnementales. Même si l'équipe a conclu que les événements ou les catastrophes « ponctuels » avaient un effet minime sur les cours boursiers, elle estimait que la gestion des facteurs environnementaux et sociaux revêtait une importance croissante dans l'obtention de nouvelles possibilités d'affaires, lesquelles, à son avis, sont le principal déterminant de la performance et de la valeur futures<sup>12</sup>. Encore là cependant, il faut souligner que le rapport Goldman Sachs est le premier de ce type dans cette entreprise et a suscité très peu d'attention, même au sein de Goldman Sachs.

La majorité des études du milieu classique de l'investissement qui abordent explicitement la problématique environnementale concluent qu'une entreprise qui a proactivement géré tous ses risques environnementaux est mieux à même de réagir positivement à une catastrophe environnementale qu'une entreprise qui n'a pas adéquatement évalué financièrement toutes les stratégies possibles de réduction du risque. Aux dires de Jean Frijns, investisseur principal de la caisse de retraite hollandaise APB (capitalisation totalisant 180 milliards de dollars) : « De plus en plus, les études empiriques montrent que les entreprises qui gèrent le plus efficacement les risques environnementaux, les risques sociaux et les risques de gouvernance présentent généralement une performance financière mieux ajustée au risque que leurs pairs du même secteur industriel<sup>13</sup> ». L'équipe de recherche de Goldman Sachs en tire un lien explicite avec la capacité de gestion : « Les enjeux environnementaux et sociaux comptent [...]. Dans un monde de plus en plus complexe, nous

<sup>11</sup> Disponible à l'adresse <http://www.unepfi.net>.

<sup>12</sup> Goldman Sachs, *Energy Environmental and Social Report*, February 24, 2004.

<sup>13</sup> Le Pacte mondial, *Who Cares Wins*, initiative du Secteur financier, juin 2004.

estimons que ces enjeux font partie de la qualité relative de la performance de gestion générale dont il faut faire preuve pour pouvoir défendre sa position concurrentielle<sup>14</sup>. »

Comme indiqué précédemment, le travail de l'analyste est d'évaluer une entreprise en termes financiers, en s'attardant particulièrement aux facteurs qui pourraient en influencer la rentabilité ultime. C'est pourquoi le présent rapport s'adresse tout d'abord aux analystes, qui constituent les spécialistes sectoriels et qui se chargent de la majorité des recherches sur chaque titre. Le rapport consiste, pour sa plus grande partie, en une discussion et un examen des recherches menées par les analystes. Il vise en second lieu les GP, qui procèdent concrètement aux sélections de titres et, comme usagers des recherches des analystes, déterminent en bonne partie les pôles d'intérêt des analystes. Enfin, le rapport s'adresse en troisième lieu aux consultants en investissement, qui sont embauchés par les clients investisseurs pour déterminer la politique de leurs structures d'investissement, pour établir le mandat des gestionnaires d'investissement et pour choisir ces derniers. Dans leurs sélections de titres, les GP sont grandement limités par le mandat d'investissement qui leur est confié par leurs clients. Les consultants en investissement exercent une forte influence, tant pour ce qui est d'aider à concevoir les mandats que dans le choix des gestionnaires appelés à les exécuter. En règle générale, les consultants sont d'une extrême prudence, ce qui contribue d'emblée à l'absence systématique des considérations environnementales dans le mandat. La façon dont chacun de ces trois groupes de professionnels de l'investissement appréhende les considérations environnementales se répercute sur les deux autres groupes.

#### 4.1 Analystes

Les entrevues menées avec les analystes financiers nous ont révélé qu'ils considèrent à des degrés divers les facteurs environnementaux dans la prédiction du rendement des entreprises et dans la préparation des aperçus sectoriels, quoique leur « considération » se limite souvent à une brève discussion qualitative des facteurs et de leur impact potentiel sur le secteur. Comme mentionné précédemment, les recherches étaient notamment limitées par le fait que les analystes qui ont accepté au départ d'être interrogés étaient ceux qui étaient les plus susceptibles de considérer ces enjeux. Ce « biais de sélection » s'avère spécialement exact dans le cas des analystes américains puisque, comme ce rapport est commandé par le gouvernement du Canada, les analystes canadiens étaient plus susceptibles d'accepter une entrevue. C'est pourquoi le pourcentage d'analystes américains

<sup>14</sup> Goldman Sachs, *Energy Environmental and Social Report*, 24 février 2004..

évaluant les enjeux environnementaux se révèle artificiellement élevé; il faut donc prendre ce facteur en considération dans l'examen des conclusions du présent rapport.

Dans le débat sur l'importance relative des enjeux environnementaux dans le processus de sélection des titres, voici la question à laquelle doivent répondre les analystes : la performance environnementale a-t-elle une corrélation positive avec le prix des actions et d'autres facteurs de mesure financière? Selon un rapport publié en 2002 par Lois Mahoney et Robin Roberts, la performance environnementale est plus pertinente pour les investisseurs institutionnels que pour les investisseurs au détail, puisque les investisseurs institutionnels s'intéressent davantage aux stratégies à long terme des titres qu'ils détiennent, en raison de leur incapacité d'acheter et de vendre leurs titres aussi rapidement que les investisseurs au détail<sup>15</sup>. L'étude a constaté que la performance sociale et environnementale d'une entreprise présentait une corrélation positive avec le rendement de ses actifs et avec le nombre d'institutions détenant ses titres. Plus précisément, les résultats de Mahoney et Roberts révèlent qu'il existe une relation significative et positive entre la performance environnementale d'une entreprise et les mesures comptables du rendement financier pour un échantillon pluriannuel d'entreprises faisant partie du TSE 300. L'étude révèle également que les investisseurs institutionnels portent attention à la façon dont les entreprises canadiennes gèrent les facteurs sociaux et environnementaux, et que les entreprises ayant une notation supérieure quant à leur performance environnementale et sociale n'étaient pas moins attirantes pour les investisseurs institutionnels. Les auteurs ont cependant observé qu'il pourrait y avoir un effet négatif ou pénalisant pour les entreprises qui consacrent des ressources additionnelles à la performance environnementale.

D'après une étude plus récente (2003) effectuée en Nouvelle-Zélande par Marc Orlitzky, Frank Schmidt et Sara Rynes, intitulée « Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis<sup>16</sup> », la performance environnementale d'une entreprise influence moins sa performance financière que les divers autres facteurs de mesure de sa performance sociale, comme sa réputation quant à l'embauche de minorités. Ce rapport, qui analyse toutes les études connues au sujet de la relation entre la performance sociale d'une entreprise et sa performance financière, a obtenu en 2004 le Moskowitz Prize du Social Investment Forum. Après avoir analysé plus de 50 études publiées sur la performance sociale et financière des entreprises, les auteurs constatent qu'il existe clairement une relation positive entre les deux. Une des principales constatations de l'étude est particulièrement intéressante : la performance sociale d'une entreprise présente une corrélation maximale avec sa

<sup>15</sup> Mahoney, Lois et Roberts, Robin, *Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms*, University of Central Florida, 2002

<sup>16</sup> Orlitzky, Marc, Schmidt, Frank L. et Rynes, Sara L., « Corporate social and financial performance: A meta-analysis », *Organization Studies* 24(3):403–441 (2003). Disponible à [http://business.auckland.ac.nz/newstaff-net/profile/publications\\_upload/000000556\\_orlitzkyschmidtynes2003os.pdf](http://business.auckland.ac.nz/newstaff-net/profile/publications_upload/000000556_orlitzkyschmidtynes2003os.pdf).

performance financière lorsque l'analyse repose sur des mesures comptables plutôt que sur des mesures financières, comme le prix de l'action.

Un rapport publié en 2003 sous le titre *The Eco-Efficiency Premium in the U.S. Equity Market* examinait deux portefeuilles hypothétiques d'actions qui divergeaient sur le plan de la responsabilité environnementale, pour évaluer le rendement global de chacun. Une fois pris en compte la tolérance au risque et le style d'investissement, les auteurs ont découvert que leur portefeuille à cote environnementale supérieure présentait une performance supérieure à l'autre portefeuille. À leur avis, cela prouvait l'existence d'une « prime à l'éco-efficacité » dans le marché boursier américain<sup>17</sup>. Le rapport cite des arguments selon lesquels « des politiques actives visant à améliorer la performance environnementale peuvent mener à un avantage concurrentiel résultant d'une utilisation plus rentable des ressources<sup>18</sup> » .

La majorité des analystes financiers interrogés concluaient à l'impossibilité de quantifier adéquatement l'information environnementale, et ce, malgré les travaux récemment effectués au sujet d'une méthode qui permettrait aux investisseurs de traduire en termes financiers les enjeux environnementaux, à l'aide de scénarios concernant les situations environnementales<sup>19</sup>. Tous les analystes financiers interrogés ont déclaré prendre en considération divers scénarios (principalement basés sur des facteurs non environnementaux) et que dans certains cas très précis, il était possible de quantifier les critères d'ordre environnemental. Dans l'ensemble, cependant, aucun analyste ne pensait être en mesure d'offrir une actualisation ou une évaluation précise des enjeux environnementaux, en raison d'une fluctuation constante des règles. À ce stade, la majorité des analystes relèguent donc les enjeux environnementaux au mieux à une analyse qualitative, laquelle est plus difficile (mais non impossible) à incorporer au processus d'évaluation. Pour les GP, l'analyse qualitative représente une dimension très importante du processus de sélection des titres. Une analyse qualitative prend en compte une grande variété de facteurs importants. Cette portion du processus d'examen des titres est décrite plus en détail ci-dessous, à la lumière des entrevues menées avec les GP.

Un des plus importants facteurs mis en lumière dans l'analyse qualitative était une évaluation du produit (ou du service) offert par l'entreprise. Le produit devait être quelque chose qui avait du sens pour la personne évaluant le titre, et il devait soit être axé sur les produits de base (marché mondial), soit constituer une innovation unique en son genre pour

<sup>17</sup> Derwall, Jeroen, Gunster, Nadja, Bauer, Rob et Koedijk, Kees, *The Eco-Efficiency Premium in the U.S. Equity Market*, Erasmus University, Maastricht University et ABP Investments, 27 octobre 2003

<sup>18</sup> *Ibid.*, p. 3.

<sup>19</sup> Repetto, Robert et Austin, Duncan, « Quantifying the financial implications of corporate environmental performance », *Journal of Investing*, 11(3):77 (2002).



le secteur géographique. Les évaluateurs se demandent s'il s'agit d'un produit excitant, et ils font de leur mieux pour prédire combien d'argent il générera. Les analystes et les GP se souciaient également beaucoup des problèmes de gestion. D'après eux, une entreprise a peu d'avenir si sa gestion n'est pas solide, et vice versa. Cela concernait principalement la relation entre les gestionnaires et l'entreprise elle-même (degré apparent d'engagement personnel des gestionnaires) et entre les gestionnaires et les professionnels de l'investissement.

Ce dernier point était particulièrement important : ce qu'un analyste écrit dans son rapport au sujet d'une entreprise est sa perception, laquelle ne correspond pas toujours à la réalité, selon l'exactitude avec laquelle les gestionnaires dépeignent l'entreprise. Les commentaires d'ordre boursier peuvent également être en bonne partie intuitifs et refléter, outre les données objectives, l'opinion générale de l'analyste ou du GP concernant l'entreprise.

Les autres considérations qualitatives incluaient la façon dont l'entreprise traitait son personnel, le mode de mise en marché du produit ou du service et la possibilité d'une modification des lois. Pour ce dernier point, il importe de souligner que les analystes nord-américains, contrairement à leurs vis-à-vis du Royaume-Uni et d'Europe, ne font généralement pas d'analyses de scénarios concernant l'incidence de diverses modifications législatives sur leurs titres : pour eux, cela n'en vaut tout simplement pas la peine. À la lumière de l'information présentée ailleurs dans le présent rapport, on pourrait avancer que cette divergence comportementale s'explique par le manque traditionnel de sévérité de la législation nord-américaine — qui n'a qu'un impact minime sur les entreprises.

Enfin, les analystes et les GP ont reconnu qu'ils considéreraient les enjeux environnementaux dans cette partie de l'analyse, mais uniquement après avoir obtenu réponse à des questions précises sur la façon dont les critères environnementaux, plus particulièrement, pourraient influencer leurs titres. Du point de vue des analystes, les délits environnementaux ne sont pas particulièrement importants, spécialement si l'entreprise est assurée ou a les moyens de payer les amendes. Dans le même esprit, les analystes ne croient pas que la réglementation d'une question environnementale par le gouvernement puisse influencer les cours boursiers, à moins que le règlement ne prévoie d'énormes amendes. Cela ne signifie pas que les analystes ignorent les possibilités de modifications législatives — ils en sont très conscients et ils sont prêts à revoir leur évaluation des titres si les autorités publiques adoptent une loi qui, à leur avis, influencera les titres qu'ils détiennent.

La majorité d'entre eux considèrent les préoccupations environnementales comme un enjeu à long terme et, comme nous l'avons vu, les analystes ont pour habitude de privilégier le court terme. Autrement dit, les analystes pensent qu'ils peuvent changer la cote d'une action lorsqu'ils ont une raison concrète de le faire. Ils n'ont pas tendance à spéculer sur le succès ou l'échec d'un titre en se basant sur l'éventualité d'une mesure législative. Ils ne s'inquiètent pas non plus des catastrophes environnementales « ponctuelles », qui, selon eux, ne peuvent être adéquatement prédites (malgré la multiplication des firmes qui se chargent d'analyser les titres jugés particulièrement menacés par de tels désastres « ponctuels »).

Cela dit, il existe un certain nombre de préoccupations environnementales que les analystes quantifient à intervalles plus ou moins réguliers lorsqu'elles se révèlent pertinentes pour un titre. Le degré de pertinence d'un enjeu environnemental pour l'évaluation d'un titre correspond à l'effet que cet enjeu pourrait exercer sur les flux monétaires de l'entreprise. Le modèle de flux monétaires le plus courant est le modèle d'actualisation des mouvements de trésorerie, où les analystes commencent par faire des projections sur les futurs mouvements monétaires de l'entreprise, qu'ils actualisent ensuite selon leur valeur présente. Ils font des projections détaillées des recettes et des dépenses potentielles de l'entreprise en consultant des documents publics et les états financiers et en rencontrant les gestionnaires de l'entreprise. S'ils s'attendent à ce qu'un facteur environnemental influence positivement ou négativement les futurs mouvements monétaires de l'entreprise, ils l'incorporent au modèle d'actualisation des mouvements monétaires. Voici une version simplifiée du modèle :

*Valeur nette réelle d'une entreprise : =*

*Prévisions des futurs mouvements de trésorerie disponibles pour les actionnaires*

*Taux d'actualisation*<sup>20</sup>

Voici maintenant une liste de facteurs d'ordre environnemental qui pourraient influencer les mouvements de trésorerie :

- fusions et acquisitions — est-ce que le contrat protège l'entreprise acheteuse contre le transfert de fardeaux qui pourraient devenir apparents une fois entrées en vigueur les modifications réglementaires?;
- les désastres catastrophiques, spécialement pour les fiducies de revenu, puisque

<sup>20</sup> Le taux d'actualisation est un taux d'intérêt donné qui sert à porter à leur valeur présente une série de futurs mouvements de trésorerie, pour les présenter en dollars courants ou d'aujourd'hui. L'utilisation d'un taux d'actualisation élimine la valeur temporelle de l'argent des mouvements de trésorerie futurs. Le taux d'actualisation employé dans le modèle d'actualisation des mouvements de trésorerie incorpore un degré de risque. Si les activités d'une entreprise comportent un risque important, les analystes sont susceptibles de majorer le taux d'actualisation.

historiquement, celles-ci n'ont pas de responsabilité limitée <sup>21</sup>

- provisions pour retrait des avoirs — c.-à-d. coût de retrait des avoirs;
- dépenses en capital à prévoir pour donner suite aux modifications législatives;
- (possibles) bénéfiques pouvant être négociés — p. ex., une entreprise qui se conforme rapidement aux nouvelles exigences pourrait vendre certains crédits d'émissions ou crédits d'énergie renouvelable, si l'on comprenait mieux la valeur de ces crédits et la variation de cette valeur d'un pays à l'autre. (On peut également considérer les entreprises qui peuvent être obligées d'acheter des crédits en raison d'une conformité tardive, mais c'est là un risque qualitatif qu'il est difficile d'incorporer à un modèle d'évaluation.)

Les évaluations d'actifs sont aussi fortement influencées par les tendances de l'économie, par la fluctuation de l'offre et de la demande pour diverses catégories de biens et par le momentum imputable à des facteurs techniques dans le marché. Le présent rapport met l'accent sur l'analyse « fondamentale », mais dans le secteur financier une école de pensée privilégie plutôt l'analyse technique, qui englobe les déclencheurs de prix et l'influence de la psychologie humaine sur les prix et les décisions de transaction, sans égard aux caractéristiques fondamentales des entreprises.

Considérant la multitude de facteurs qui influent sur le prix des actions ou des obligations, l'incidence des enjeux environnementaux sur le prix des actions peut en fin de compte s'avérer marginale et, par conséquent, ne pas justifier le coût des recherches. Par ricochet, il est donc aussi très probable que de nombreuses entreprises dont la performance environnementale est supérieure à la moyenne ne voient pas encore leurs efforts récompensés parce que ces aspects ne sont pas considérés dans les modèles d'évaluation actuels, une situation qui peut les décourager d'allouer des ressources à leur performance environnementale si d'autres types de performances sont mieux reconnus. Aux dires des analystes, les entreprises sont également en partie à blâmer si elles ne mesurent pas ou ne communiquent pas adéquatement la valeur financière de leurs initiatives environnementales.

Les analystes ont affirmé qu'il est très ardu d'étudier les enjeux environnementaux en vue de les quantifier, en partie parce qu'ils ne sont pas des experts dans ce domaine et ne pensent pas pouvoir le devenir. Ils estiment également que le coût économique de ces enjeux fluctue selon les décisions politiques prises aux États-Unis et au Canada. Par

<sup>21</sup> Au Canada, le budget fédéral de 2004 a tiré une «*salve d'avertissements*» concernant le profond bassin de capital des caisses de retraite en limitant à 1 % la proportion d'actifs qu'elles peuvent investir dans des «*fiducies d'affaires*» (c.-à-d. autres que des fiducies de placement en ressources naturelles — pétrole et gaz, bois d'œuvre, minéraux — et en immobilier). L'intention du ministère des Finances était d'imposer cette limite avant l'adoption d'une loi qui accorderait une responsabilité limitée, ce qui permettrait aux caisses de retraite et aux compagnies d'assurances prudentes et prévoyantes, qui s'en absteinaient jusqu'à maintenant, de commencer à investir dans des fiducies de revenu. Une fiducie de revenu détient des investissements dans les actifs d'exploitation d'une entreprise. Les revenus de ces actifs d'exploitation transitent par la fiducie, qui les achemine à ses participants.

exemple, les coûts économiques sont actuellement influencés par le Protocole de Kyoto, mais puisque, selon les analystes, l'adhésion au Protocole de Kyoto relève du domaine politique et est sujette à changement, il est difficile d'évaluer ou de prédire avec exactitude l'incidence financière du Protocole sur les entreprises. Les analystes disent que les prédictions des experts aident effectivement à quantifier l'information, mais ils ignorent toujours qui, du consommateur ou du fournisseur, devra au bout du compte payer les éventuels surcoûts. Selon un analyste, l'évaluation de la capacité des entreprises à prendre en compte les coûts réglementaires et à les transférer aux clients constituait à ce sujet un facteur important, mais encore une fois, la discussion demeure essentiellement qualitative. La majorité des analystes continuent de croire que la plupart des facteurs environnementaux sont trop difficiles à quantifier et ne peuvent donc être incorporés dans les modèles financiers, qui nécessitent des données quantifiables. C'est pourquoi les questions environnementales semblent peu influencer directement les analyses du milieu financier.

Le problème de l'intégration de l'information environnementale est aggravé par le fait que les rapports de performance environnementale des entreprises ne semblent pas présenter une grande pertinence pour les analystes. La majorité des analystes interrogés ont déclaré ne pas lire les rapports de durabilité des entreprises, qu'ils jugent inutiles sans l'éclairage d'un expert indépendant. D'après les analystes, ils ne disposent pas eux-mêmes d'une information de base suffisante sur les éléments que les entreprises suivent et déclarent au sujet de leur performance environnementale.

Même si les analystes canadiens et américains s'entendent généralement pour dire que les enjeux environnementaux demeurent très qualitatifs, une analyste de la Dreyfus Corp., basée aux États-Unis, soutient que ces enjeux représentent un facteur important dans le choix des entreprises où elle investit, compte tenu des secteurs industriels dont elle est responsable (services publics d'eau et d'électricité, gaz naturel). Contrairement à ses pairs, elle affirme privilégier une approche très quantitative, et recourir à des recherches *sell side* pour considérer les tendances politiques et réglementaires et évaluer les coûts de conformité supportés par l'entreprise. Par exemple, si de nouvelles normes hydriques coûtent 100 millions \$US au secteur, on intègre ce montant à l'évaluation quantitative de l'entreprise selon sa part de marché et selon les renseignements recueillis auprès de la compagnie sur son état de préparation à la conformité. Un analyste de Scotia Capitaux basé au Canada a cependant fait valoir qu'il n'existait pas d'estimations fermes sur les coûts de conformité des entreprises; un analyste américain de SSgA, qui couvre les ser-

vices publics d'électricité et le secteur de l'énergie, a quant à lui déclaré que l'information environnementale est presque impossible à quantifier et ne figure donc pas réellement dans les évaluations et les analyses.

Selon une croyance généralement répandue chez les analystes classiques, les enjeux environnementaux n'influenceraient pas immédiatement l'évaluation des titres puisqu'il n'existe actuellement pas de méthode structurée pour quantifier ces enjeux. En contrepoint, soulignons toutefois que les analystes considèrent que la « qualité de la gestion » est le plus important déterminant de la performance financière des entreprises, quoiqu'on pourrait dire que ce facteur s'avère encore plus difficile à quantifier.

Se fondant sur les tendances actuelles, de nombreux analystes mettent l'accent sur la gouvernance d'entreprise traditionnelle<sup>22</sup>. Pour eux, la gouvernance n'a peut-être pas le même poids financier que les enjeux environnementaux, mais elle colore davantage la perception des gens. À l'heure actuelle, les actionnaires sont davantage sensibilisés aux questions de gouvernance qu'aux questions d'environnement. La gouvernance, d'après les analystes, a également un impact mesurable, public et bien concret : les gens paient des amendes, des entreprises ont été détruites et des secteurs complets ont été éclaboussés. Sauf dans les cas où une industrie a été ciblée par une série de règlements draconiens, l'environnement ne constitue tout simplement pas un thème de premier plan.

D'après les recherches, les analystes croient aussi que la performance environnementale trouve un écho dans d'autres indicateurs — par exemple une bonne gestion ou une diminution des mouvements monétaires. La faible performance environnementale d'une entreprise est peut-être la cause des problèmes de liquidités ou de finances, lesquels problèmes peuvent, selon les analystes, être évalués par les méthodes traditionnelles d'évaluation. Cela s'explique parce que la gestion environnementale occupe une place inférieure aux activités courantes d'exploitation. Si une entreprise est en bonne situation financière, elle est plus susceptible d'avoir mis en place de bons systèmes de gestion de l'environnement. Si l'entreprise est en difficulté financière, les programmes environnementaux sont alors parmi les premiers qui sont susceptibles d'être coupés. Enfin, de nombreux analystes considèrent que l'environnement ne représente pour les entreprises qu'une obligation sociale parmi d'autres, ou encore, que d'autres facteurs sont plus importants, telle l'absence d'importants déficits ou la non-obligation de cotiser à une caisse de retraite.

<sup>22</sup> Dans ce contexte, la gouvernance concerne les questions de rémunération, la taille du conseil d'administration, les questions d'indépendance et les irrégularités comptables.

### 4.1.1 Rapports de courtage

Les recherches comprenaient également une évaluation de rapports de courtage sectoriels, en complément des entrevues. Dans l'ensemble, les résultats ont dans une certaine mesure confirmé les points soulevés à la section 2.2, mais pas autant qu'on aurait pu le croire considérant leur ampleur croissante. Les questions environnementales étaient reléguées à une discussion qualitative, soit une approche qui diffère quelque peu de la démarche des analystes du Royaume-Uni et de l'Europe, plus susceptibles de concevoir des scénarios quantitatifs reposant sur les diverses façons dont ces enjeux environnementaux peuvent influencer leurs titres, généralement au moyen de modifications législatives. On trouvera ci-dessous une présentation des questions qui ont soulevé l'attention, ainsi que des lacunes notables.

Les rapports de courtage des analystes présentaient généralement les catastrophes environnementales comme des risques au bénéfice net, dont l'ampleur est déterminée par la couverture d'assurance de l'entreprise. Si les entreprises sont assurées pour leurs responsabilités environnementales, les analystes ayant rédigé les rapports examinés ne semblent pas craindre particulièrement que ces responsabilités posent un fort risque d'investissement. Cette attitude des analystes inquiète cependant Knight et Pretty, de l'Université de Calgary, qui ont produit un rapport indiquant que, même si l'effet d'une catastrophe sur les mouvements monétaires peut être tempéré par les indemnités d'assurance, ces catastrophes entraînent également une réévaluation de la gestion, ce qui, à son tour, cause une réappréciation des futurs mouvements monétaires de l'entreprise et peut avoir de grandes répercussions à long terme sur la valeur des titres. Selon ces auteurs, les conséquences d'une catastrophe sont de deux ordres : d'une part, la perte économique entraînée par la catastrophe et, d'autre part, la capacité des gestionnaires à faire face aux conséquences<sup>23</sup>.

Comme la majorité des analystes interrogés estimaient qu'une évaluation de la qualité de la gestion constituait un indicateur avancé suffisant de tout risque ou avantage de nature environnementale, l'équipe de recherche a commencé par déterminer si les évaluations de gestion présentées dans les rapports de courtage permettaient de prédire les risques possibles associés aux enjeux environnementaux. La réponse a été négative dans un certain nombre de cas. Ainsi, dans les rapports de courtage antérieurs au naufrage de l'Exxon Valdez, rien n'indiquait que la société Exxon connaissait des problèmes de gestion qui

<sup>23</sup> Knight, Rory F. et Pretty, Deborah J., *The Impact of Catastrophes on Shareholder Value*, The Oxford Executive Research Briefings, 1996.

pouvaient mener à la catastrophe écologique survenue en 1989. Selon un article publié en 1989<sup>24</sup>, cependant, certains analystes ont déclaré après l'accident que les énormes compressions effectuées au cours des années 1980 avaient fort vraisemblablement contribué à l'accident. L'auteur de l'article a interrogé Exxon Corp. et un certain nombre d'analystes du secteur pétrolier sur les compressions et leur possible lien avec le naufrage. Bill Smith, alors porte-parole d'Exxon, avait affirmé que les compressions n'étaient pas en cause et l'équipage du navire était en fait plus nombreux que ce qu'exigeait la Garde côtière. M. Smith ajoutait que la compagnie avait pu réagir rapidement à la catastrophe en faisant appel à des experts du monde entier.

L'analyste pétrolier William Randol, de la First Boston Corp. (et ex-planificateur chez Exxon), laissait cependant entendre dans l'article que les compressions auraient pu en fait avoir mené au déversement. D'après lui, les navires de la compagnie emportaient des équipages réduits qui étaient surchargés de travail. Il signalait également qu'Exxon avait, avant la catastrophe, licencié une bonne partie de son personnel spécialisé en environnement.

Certaines questions environnementales d'actualité (particulièrement la qualité de l'air et l'utilisation de l'eau) ont été soulevées dans des rapports de courtage plus récents, mais dans un cadre qualitatif plutôt que quantitatif, comme l'illustrent éloquemment les remarques formulées par un analyste de Morgan Stanley, qui présente la position environnementale d'Exxon Mobil à la lumière des nouveaux règlements découlant de la Clean Air Act au sujet des émissions atmosphériques :

Ceci est particulièrement vrai étant donné la solide position environnementale des usines, qui sont prêtes à se conformer aux nouvelles normes américaines de 30 et 15 ppm de soufre pour l'essence (2003) et le diesel (2006). Chaque raffinerie est dotée de cogénérateurs qui non seulement abaisseront les frais d'exploitation au fil du remplacement des équipements plus âgés et plus coûteux, mais aussi réduiront les émissions de CO<sub>2</sub> et de NO<sub>x</sub>, et amélioreront ainsi la position environnementale.<sup>25</sup>

Cependant, aucune conclusion qualitative n'est tirée quant à la position environnementale d'Exxon par rapport à ses concurrents ou à l'impact financier que cette information pourrait exercer sur l'entreprise dans son ensemble.

<sup>24</sup> Mauler, Richard, « Blueprint for disaster: The spill that didn't have to happen », *Anchorage Daily News*, 5 mai 1989.

<sup>25</sup> Terreson, Douglas, *XOM — Exxon Mobil*, Morgan Stanley, 3 mars 2004.

Dans un rapport de Goldman Sachs (25 février 2003) sur Exxon Mobil, les analystes ont examiné les dépenses environnementales du secteur du raffinage américain en comparant six sociétés de raffinage et de mise en marché. Tout en soulignant que la réglementation environnementale ferait augmenter les dépenses d'immobilisations au cours des années à venir, les analystes ont évalué et noté la position relative d'Exxon Mobil parmi ses pairs au chapitre de ce type de dépenses. Leurs conclusions reflètent les constatations présentées ci-dessus à la section 5.1, selon lesquelles les enjeux environnementaux ne constituent pas un sujet de préoccupation à moins qu'ils ne touchent directement les mouvements monétaires, comme les dépenses d'immobilisations à but environnemental.

Dans un rapport de Goldman Sachs (25 février 2003) sur Exxon Mobil, les analystes ont examiné les dépenses environnementales du secteur du raffinage américain en comparant six sociétés de raffinage et de mise en marché. Tout en soulignant que la réglementation environnementale ferait augmenter les dépenses d'immobilisations au cours des années à venir, les analystes ont évalué et noté la position relative d'Exxon Mobil parmi ses pairs au chapitre de ce type de dépenses. Leurs conclusions reflètent les constatations présentées ci-dessus à la section 5.1, selon lesquelles les enjeux environnementaux ne constituent pas un sujet de préoccupation à moins qu'ils ne touchent directement les mouvements monétaires, comme les dépenses d'immobilisations à but environnemental.

La fonderie de Portland est surnommée « la fonderie dans le parc », à cause de toute la végétation qui l'entoure. On a déployé des efforts réels pour prouver qu'une fonderie pouvait être exploitée en harmonie avec l'environnement. De plus, on a clairement tenté d'appliquer les principes de durabilité de la compagnie Alcoa. En combinant les objectifs d'environnement, de santé-sécurité et de collectivité avec les objectifs financiers, les objectifs de la clientèle et ceux des fournisseurs, on a obtenu une fonderie très rentable et prometteuse. Même si la fonderie de Portland ne figure pas sur la liste des projets ci-dessus, nous croyons qu'elle présente un fort potentiel d'expansion future. On estime qu'il y a des sources d'énergie disponibles, mais leur coût est le principal défi à relever.<sup>26</sup>

Dans ce rapport particulier, les analystes encensaient les initiatives environnementales d'Alcoa. Ils y mentionnaient également les coûts d'immobilisations, mais sans approfondir outre mesure l'ampleur de ces dépenses et les économies ou rendements pouvant en découler.

<sup>26</sup> Rolling, Daniel, *Alcoa*, Merrill Lynch, 2004.



Il n'est peut-être pas surprenant que les analystes, dans leur analyse des activités minières, prennent en compte les coûts de remise en état. Dans les rapports annuels des entreprises, une telle analyse figure dans les bilans financiers sous les « activités d'exploitation ». Par conséquent, les analystes considèrent cette information relativement facile à quantifier.

Même si le Protocole de Kyoto représentait le principal moteur de discussion des enjeux environnementaux, le volume d'information présenté sur ce sujet était étonnamment faible en regard d'autres facteurs, compte tenu de sa dimension planétaire. (Comme on le verra plus en détail ci-dessous, la situation a cependant évolué avec le temps.) En général, soit les analystes financiers classiques ne se préoccupent pas spécialement de l'incidence du Protocole de Kyoto sur leurs titres; soit, plus vraisemblablement, ils ignorent au juste comment intégrer cette information à leurs évaluations, en bonne partie parce qu'à leurs yeux, il n'existe actuellement pas de données solides. Cependant, dans tous les rapports du secteur, le Protocole de Kyoto fait l'objet d'une discussion qualitative, mais non constante. Par exemple, des semaines après la ratification du Protocole de Kyoto par le gouvernement canadien, aucun rapport de courtage canadien ne s'intéressait à son possible impact sur Imperial Oil. Certains analystes perçoivent le Protocole exclusivement comme un risque; ainsi, le Service de recherche sur le marché des actions de Scotia Capitaux soulignait en janvier 2002 que « selon nous, les changements climatiques ont déjà négativement influencé l'évaluation des services publics de la filière charbon. » Par contre, les rapports de BMO Nesbitt Burns publiés à la fin de 2002 spéculaient sur les retombées positives et négatives de la ratification du Protocole — par exemple, que les énergies renouvelables pourraient en profiter, que les prix de l'électricité pourraient augmenter, que les projets houillers pourraient être retardés ou annulés — et citaient nommément des entreprises qui pourraient être touchées.

Ce qui est le plus révélateur, c'est que même si certaines entreprises, comme TransAlta, sont allées au-delà des exigences du Protocole de Kyoto (TransAlta est devenue la première entreprise canadienne à échanger des droits d'émission), ces initiatives sont totalement passées sous silence dans les rapports examinés.

Cependant, les rapports sectoriels des analystes montrent que l'attention portée aux enjeux environnementaux (en bonne partie grâce à Kyoto, comme on l'a vu ci-dessus) croît avec le temps. Tel qu'indiqué précédemment, le Protocole de Kyoto était brièvement mentionné dans les rapports publiés vers la fin de 2002, alors qu'au début de 2003, il occupait

déjà une plus grande place, avec des informations sur divers facteurs (effet sur les cours boursiers, évaluations, échange de crédits de carbone). Cette tendance s'est maintenue au point où, vers la fin de l'année 2003, les solutions de rechange au charbon et les stratégies de réduction des émissions ont commencé à être discutées dans la plupart des rapports visant les secteurs les plus susceptibles d'être touchés par ces options. En janvier 2004, BMO Nesbitt Burns publiait un rapport d'analyse particulièrement détaillé sur le secteur du gaz naturel, comportant un profil des nouveaux terminaux de gaz naturel liquéfié, des données économiques et des prévisions.

Les rapports récents (avril 2004) intègrent davantage d'information environnementale dans l'analyse que les précédents. Par exemple, un rapport de BMO publié en avril 2004 sur le secteur des services publics de gaz et d'électricité contenait des sections sur les énergies renouvelables et les stratégies de réduction des émissions, des observations sur Kyoto, etc. Plusieurs sous-sections abordaient également des questions environnementales, tels Kyoto, les engagements verts de la province de l'Ontario et les piles à combustible. Enfin, on y trouvait des tableaux sur les sujets suivants : Principaux émetteurs de CO<sub>2</sub> au monde; L'hydrogène comme source d'énergie; Quelques-uns des principaux émetteurs industriels de CO<sub>2</sub> au Canada; Électricité produite aux États-Unis à partir d'énergies renouvelables en 2003. En tant que survol sectoriel, ces sections étaient jugées suffisamment importantes pour être incluses avec les aperçus financiers. Il importe de souligner que ces points, jugés non quantifiables par de nombreux analystes, sont suffisamment pertinents pour être examinés quant à leur impact sectoriel. Sur le plan des enjeux environnementaux, les analystes ont des approches très différentes lorsqu'il s'agit d'évaluer une entreprise ou un enjeu en particulier et d'évaluer un secteur dans son ensemble. Les enjeux environnementaux occupent une place beaucoup plus importante dans la discussion sectorielle que dans les discussions touchant des entreprises individuelles.

Certains récents rapports d'investissement à long terme, comme les survols d'entreprise annuels ou les comptes rendus des conférences annuelles de recherche sectorielle sur le marché des actions, semblent s'intéresser aux questions environnementales. De plus en plus, on reconnaît l'éventualité que les enjeux environnementaux pourraient jouer un rôle dans les prévisions de prix. Dans un examen (15 janvier 2004) portant sur les secteurs intégrés de l'exploration et de la production/raffinage et de la mise en marché du pétrole, les analystes de Goldman Sachs ont soulevé plusieurs enjeux environnementaux durant la conférence annuelle de l'entreprise sur l'énergie. En ce qui concerne le secteur du raf-

finage, par exemple, les analystes ont signalé que, même si le secteur semblait hausser pour l'année à venir, les nouveaux règlements environnementaux sur la teneur en soufre de l'essence et l'élimination du MTBE auraient vraisemblablement pour effet de ralentir la croissance de l'offre et les importations, comme en témoigne la citation suivante :

Soulignons toutefois que le directeur financier d'Ashland, Marvin Quinn, a rappelé aux investisseurs que la norme de 120 ppm de soufre dans l'essence constitue une MOYENNE pour 2004. Les raffineurs peuvent continuer durant l'année de produire de l'essence ayant une teneur en soufre de 330 ppm, en autant que la production moyenne d'essence au cours de l'année ne dépasse pas 120 ppm. Logiquement, on peut en déduire qu'à court terme, si les marges de raffinage sont élevées, comme c'est le cas maintenant, rien n'empêche les raffineurs de produire de grandes quantités d'essence. La restriction découlant de la norme de 120 ppm pourrait plutôt survenir durant la seconde portion de l'année, où les raffineurs sont obligés d'« abaisser la moyenne » des concentrations de soufre. À nos yeux, ce point essentiel n'est peut-être pas pleinement compris par l'ensemble des investisseurs.

Bien que les entrevues initiales effectuées avec les analystes aient démontré qu'ils étaient très conscients de l'incidence des enjeux environnementaux sur les cours boursiers et sur les secteurs, les recherches concernant les rapports de courtage ont permis de déterminer qu'en général, ces rapports ne tracent pas de lien explicite entre la performance environnementale et la performance financière à l'échelle des entreprises. Dans certains cas, les rapports contiennent une discussion qualitative des risques environnementaux pour le secteur dans son ensemble. Ils peuvent également indiquer quelles compagnies, parmi leur univers de placement, sont plus à risque ou sont mieux positionnées face aux principaux enjeux environnementaux touchant le secteur.

Essentiellement, les rapports de courtage constituent un prolongement des points de vue des analystes sur les secteurs et les entreprises. L'information communiquée par les analystes dans ces rapports est fonction de la demande. Autrement dit, les analystes n'y incluront pas d'informations qui ne sont pas déjà comprises ou souhaitées par le milieu de l'investissement. Ils y incluront des informations environnementales qui peuvent être, selon eux, adéquatement quantifiées dans un modèle de mouvements monétaires, comme indiqué à la section 5.1. On le voit clairement dans les exemples cités précédemment.

Même si les rapports ne font pas nécessairement encore de lien entre la performance environnementale et la performance financière, tous les analystes interrogés ont déclaré qu'ils continuaient de suivre les facteurs environnementaux parce que ceux-ci, selon eux, finiront à terme par devenir un enjeu central. Ces analystes estiment que, même si les enjeux environnementaux n'ont actuellement pas d'influence sur la valeur à la marge, cela pourrait rapidement changer si les normes changeaient, mais ils ne sortiront leur calculatrice qu'une fois ces normes adoptées. Ils ont également ajouté qu'une intensification de la concurrence dans le secteur des services publics est aussi susceptible de rehausser l'importance accordée aux enjeux environnementaux, puisque la concurrence engendre l'innovation, et donc une diversification des technologies et des approches, qui donnerait aux consommateurs l'option de choisir des énergies sans danger pour l'environnement. Maintenant que la Fédération de Russie a signé le Protocole de Kyoto, on peut raisonnablement penser que les analystes seront enclins à étudier les effets à la marge du Protocole de Kyoto.

Notre tentative de mener des entrevues de suivi avec les analystes dont les rapports ont été examinés ne s'est pas avérée plus utile. On souhaitait ainsi donner aux analystes la possibilité d'expliquer davantage leurs rapports au chapitre des enjeux environnementaux — notamment si ces enjeux sont examinés et communiqués dans d'autres véhicules que les rapports écrits (p. ex., discussions personnelles avec les GP, ou conférences), et dans la négative, pour quelles raisons. Cependant, le taux de réponse ne s'est pas avéré encourageant, ce qui vient conforter la thèse voulant que la plupart des analystes classiques se désintéressent des questions environnementales. Par exemple, un analyste de BMO Nesbitt Burns a déclaré que dans le cas d'Imperial Oil, il ne tient explicitement compte d'aucun facteur environnemental dans son diagnostic de la société. Un analyste de Scotia Capitaux a déclaré que même s'il n'incorpore pas l'analyse environnementale à l'étude de Potash Corp. ou d'Agrium, il s'intéresse aux estimations des coûts de remise en état des terminaux, pour les opérations d'exploitation du phosphate et de la potasse de ces sociétés. Même si cet analyste examine plus en détail ces enjeux dans plusieurs publications, il se dit incapable de communiquer ses analyses pour des raisons de politique interne et de droit d'auteur. La troisième réponse provenait d'un analyste de Lehman Brothers, qui ne voyait aucun avantage à participer à cette étude et a donc décliné notre demande d'entrevue.

Un ton similaire caractérisait les entrevues menées par le personnel d'Innovest avec des analystes du secteur pétrolier et gazier, pour une étude de Ressources naturelles Canada<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Innovest Strategic Value Advisors, A Forward-looking Analysis of the Financial Impact of Corporate Sustainable Development in a Natural Resource Industry, 2005.

En réponse à des questions sur le développement durable, les analystes ont souligné que ces problèmes ne sont généralement pas pertinents dans les horizons d'investissement à court terme. Ils s'entendaient également pour dire qu'en raison des très faibles différences observées entre les diverses entreprises pétrolières et gazières du Canada quant à leur performance sociale et environnementale, il n'est pas vraiment nécessaire de faire une analyse et des comparaisons approfondies.

Selon une étude du Pacte mondial des Nations Unies, les directeurs de la recherche de plusieurs entreprises britanniques et européennes de gestion de portefeuille peignent un tableau différent de la situation : « La prise en compte des questions environnementales et sociales importantes devrait faire partie du travail normal de chaque analyste financier. Non seulement c'est logique du point de vue des risques d'investissement, mais aussi les clients institutionnels demandent de plus en plus une meilleure intégration dans la gestion des fonds<sup>28</sup> » .

## 4.2 Gestionnaires de portefeuille

Les entrevues menées avec les GP révèlent que ces derniers recourent à diverses stratégies de placement qui, selon eux, considèrent les enjeux environnementaux comme un facteur parmi beaucoup d'autres dans les évaluations de titres. Il importe de signaler le nombre extrêmement restreint de répondants, ce qui limite la portée des conclusions à tirer quant à l'opinion des GP sur cette question. Soulignons également que le GP interrogé aux États-Unis s'occupe actuellement d'ISR, contrairement aux GP du Canada et du Mexique.

On a constaté que l'importance des facteurs environnementaux variait, aussi bien selon le secteur que selon le portefeuilliste. Les réponses de ces derniers variaient grandement : certains ont indiqué que les facteurs environnementaux n'avaient absolument aucun effet, alors que d'autres incluent ces facteurs dans une fiche de pointage explicite des attributs à prendre en compte dans la prise de décisions de placement. Une politique de placement plus proactive, typiquement axée sur le long terme, pourrait reposer sur une fiche de pointage comprenant dix attributs clés, comme celle présentée à l'annexe E.

La stratégie la plus courante, cependant, consiste à appréhender les enjeux environnementaux selon une approche ponctuelle. Le professionnel de l'investissement qui utiliserait une fiche de pointage semblable à celle présentée à l'annexe E constituerait une exception et

<sup>28</sup> Le Pacte mondial, Who Cares Wins, Initiative du secteur financier, juin 2004.

aurait besoin d'une orientation et d'un mandat à long terme qui lui permettraient de conserver des titres durant une période plus longue, disons cinq à dix ans. Ce type de professionnel recherche la croissance à des taux supérieurs à la moyenne et souhaite acheter à rabais par rapport à la valeur intrinsèque. Ce processus est orienté par les libres mouvements de trésorerie; certains experts considèrent les libres mouvements de trésorerie comme un meilleur indicateur de la santé financière d'une entreprise, puisqu'ils déterminent le montant des liquidités qui restent à l'entreprise une fois qu'elle a payé toutes ses dépenses, y compris les placements.

Les entrevues révèlent qu'en général, les gestionnaires s'efforcent d'acheter des titres d'entreprises qui se vendent à un prix inférieur à ce qu'ils valent, en utilisant une valeur actuelle de l'évaluation des futurs mouvements monétaires ainsi qu'un modèle Porter<sup>29</sup> pour considérer la dynamique de l'industrie – p. ex., l'entreprise domine-t-elle son secteur industriel? En outre, les gestionnaires préfèrent de beaucoup collaborer avec la direction des entreprises plutôt que se départir purement et simplement des titres. En cas d'insatisfaction quant à la gestion d'une entreprise, les gestionnaires ont indiqué avoir deux options : soit vendre les actions, soit travailler concrètement avec l'équipe de gestion pour encourager un changement de stratégie. Les GP qui privilégiaient davantage le long terme avaient comme politique générale de collaborer avec l'équipe de gestion.

Quand les enjeux environnementaux devenaient pertinents, les GP nous ont indiqué que leur première réaction instinctive était d'appeler l'entreprise pour parler à la personne responsable, ou encore d'interroger les gestionnaires lors de réunions. Pour les GP d'approche plus proactive, les enjeux environnementaux figurent sur la fiche de pointage de l'entreprise au même plan que les enjeux juridiques et réglementaires. Les GP éviteront généralement les entreprises qui sont aux prises avec de nombreux problèmes juridiques. Les enjeux environnementaux sont pris en compte dans les prévisions des mouvements monétaires, habituellement sous forme de risques aux mouvements monétaires. En général, les gestionnaires ne s'intéressent pas aux occasions d'affaires associées aux questions environnementales, à moins qu'elles ne soient directement reliées aux mouvements monétaires<sup>30</sup>.

Selon les GP, il est difficile de mettre à l'épreuve une hypothèse voulant qu'un facteur environnemental ait causé une baisse de prix d'un titre, à moins que ce facteur ne soit une catastrophe majeure. Dans la majorité des cas cependant, les GP estimaient qu'un enjeu

<sup>29</sup> Le modèle Porter expose les forces primaires qui déterminent la compétitivité au sein d'une industrie et illustre l'interdépendance de ces forces. Le modèle suggère que pour élaborer des stratégies organisationnelles efficaces, les gestionnaires doivent comprendre les forces externes qui déterminent le niveau de compétitivité d'une organisation au sein d'une industrie, et réagir à ces forces.

<sup>30</sup> Innovest, entrevues avec des GP, mars 2003 – avril 2004.

environnemental qui aurait été pertinent dans le déclin d'un titre n'aurait alors constitué qu'une cause parmi tant d'autres. Les GP estimaient généralement que leurs méthodes classiques permettaient de saisir ces diverses « causes de déclin », ou risques globaux reliés à la gestion. Dans le cas des catastrophes majeures, les GP pensent pouvoir se couvrir avec leurs mises en garde standard, indiquant par exemple qu'une analyse financière devrait être valide sauf en cas de catastrophe naturelle (pouvant inclure une telle catastrophe « ponctuelle »). Soit que les GP n'étaient pas intéressés à faire de distinction entre les entreprises plus susceptibles de subir une catastrophe naturelle, soit, comme mentionné précédemment, ils estimaient que ces risques seraient couverts dans une évaluation des autres facteurs.

Cependant, une récente étude de State Street Global Advisors aborde de façon intéressante la question de l'accroissement du rendement des portefeuilles par une meilleure gestion des risques (ou des occasions d'affaires) environnementaux. Cette étude visait à déterminer si l'information environnementale pouvait offrir une source indépendante et non corrélée de rendement excédentaire sur les portefeuilles actifs de l'entreprise. Les résultats ont montré que pour toute la période d'analyse, la corrélation entre la performance environnementale et la performance des titres était positive, ce qui indique qu'en moyenne, une conduite écologiquement responsable va de pair avec des rendements boursiers supérieurs<sup>31</sup>. Gluck et Becker concluent que « les entreprises qui réduisent leurs passifs environnementaux sont moins susceptibles d'être la cible de poursuites judiciaires et de boycotts des consommateurs que les entreprises dont la gestion environnementale est jugée déficiente. En outre, l'existence de solides mesures de contrôle de l'environnement pourrait signaler qu'il s'agit d'une entreprise qui a la prévoyance de planifier une stratégie à plus long terme, et non simplement de se soucier des quelques trimestres à venir, [et qui] est plus susceptible de prendre de judicieuses décisions stratégiques<sup>32</sup> ».

Il existe manifestement un biais régional dans l'intégration des facteurs environnementaux aux pratiques d'investissement classiques. Selon l'enquête Mercer Fearless Forecast de 2005 effectuée auprès de GP du monde entier, quand on leur demandait si certaines pratiques d'ISR (c'est-à-dire intégrer des considérations environnementales et sociales aux décisions d'investissement classiques) finiraient par devenir partie intégrante des processus classiques d'investissement à court et à long terme, les gestionnaires donnaient des réponses qui variaient selon la région. Selon le rapport :

<sup>31</sup> Gluck, Kimberly et Becker, Ying, *The Impact of Eco-Efficiency Alphas on an Actively Managed U.S. Equity Portfolio Performance*, State Street Global Advisors, 2003.

<sup>32</sup> Ibid., p. 7.

Les gestionnaires américains étaient les moins convaincus, plus de 60 % d'entre eux estimant que le tamisage et l'intégration des facteurs sociaux ou environnementaux ne deviendront jamais une pratique d'investissement classique. D'un autre côté, les gestionnaires asiatiques et australiens semblent les plus convaincus, plus de 85 % prédisant que les trois pratiques reliées à l'ISR feront partie des pratiques classiques d'investissement d'ici dix ans. Les gestionnaires européens sont ceux qui prévoient le plus d'activités à court terme en ce qui touche l'intégration des critères sociaux ou environnementaux ainsi que le tamisage positif et négatif <sup>33</sup>.

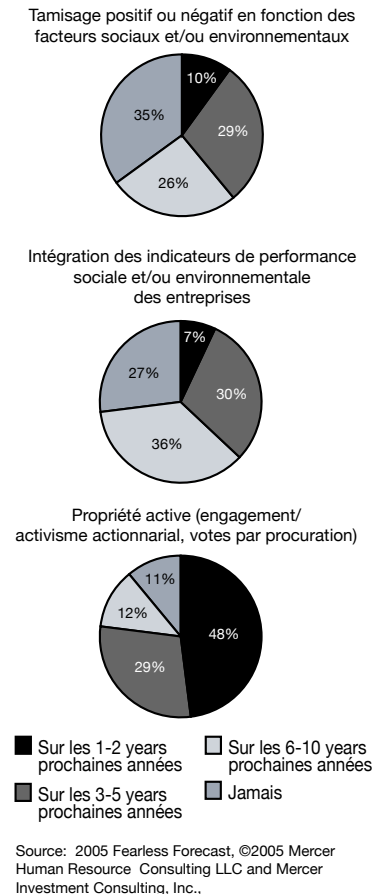
L'enquête Mercer a révélé que les gestionnaires, dans l'ensemble, sont de plus en plus convaincus que les questions sociales et environnementales seront incorporées sous une forme ou une autre aux grandes stratégies et pratiques d'investissement, comme l'illustre la figure 1.

La firme Mercer conclut que les gestionnaires, dans leur ensemble, s'attendent effectivement à ce que les questions sociales et environnementales soient prises en compte dans les décisions d'investissement du secteur financier classique, et elle souligne qu'elle-même, dans ses recherches sur les gestionnaires, examinera dorénavant la façon dont ces derniers considèrent ces questions dans leurs stratégies de placement classiques.

### 4.3 Consultants en investissement

Sans exception, les consultants en investissement interrogés ont déclaré que (sauf peut-être pour certaines exigences de tamisage) lorsqu'il s'agissait de régime de retraite à prestations déterminées (ou de régimes fin de carrière), les mandats d'investissement ne tenaient pas compte des facteurs environnementaux, ni même ne comportaient de restrictions pures et simples. Les mandats d'investissement n'incluaient aucun type d'analyse « non traditionnelle », sauf si la chose était explicitement mentionnée. Il en était ainsi même pour les clients tels que les groupes religieux, un secteur traditionnellement associé à l'ISR. Cela est peut-être dû au fait que puisque le mandat d'investissement est si rigoureusement surveillé, et que le rendement et la rémunération du gestionnaire d'investissement y sont directement reliés, les stipulations du mandat doivent être aussi clairement définies que possible. En général, les consultants en investissement estimaient que la question des possibilités d'affaires et des risques environnementaux demeurait au stade exploratoire pour la majorité des gens, et que cela compliquait leur prise en compte dans une chose

Figure 1 : Pratiques en matière d'enjeux sociaux et environnementaux dont on prédit la généralisation



<sup>33</sup>Mercer Investment Consulting, 2005 Fearless Forecast. Disponible à l'adresse : <http://www.merceric.com/knowledgecenter/reportsummary.jhtml?idContent=1174905>.



aussi concrète qu'un mandat d'investissement.

Encore une fois sans exception, les consultants en investissement interrogés laissaient aux GP le soin de s'occuper des enjeux environnementaux. Les clients ont tendance à se fier aux GP et à leur déléguer la responsabilité de toute question importante. Rarement imposent-ils des restrictions à ce pouvoir discrétionnaire. Ils peuvent hésiter à entraver outre mesure le processus de sélection des titres par le GP, puisqu'on estime qu'une restriction excessive nuit aux rendements ou ajoute des niveaux de risque (par une diminution des possibilités de diversification). Cela pourrait, en retour, empêcher les consultants de choisir les gestionnaires les plus aptes à administrer les fonds de leurs clients.

Environ la moitié des consultants interrogés avaient effectivement des clients qui ont soulevé des préoccupations environnementales, mais dans chaque cas les clients ont fini par retirer leurs exigences. Un consultant a expliqué ce qu'il observait souvent en pratique : après avoir écouté les préoccupations de ses clients, le GP investira quand même dans des titres plus risqués sur le plan environnemental, sans en parler. Cela met en lumière l'énorme confiance des clients envers les gestionnaires. Il pourra arriver occasionnellement que des clients fassent valoir plus fermement les enjeux qu'ils ont à cœur, mais il s'agira plus généralement d'enjeux sociaux — par exemple, dans le cas d'un conseil d'administration où l'on trouve des représentants syndicaux préoccupés par le comportement d'une entreprise au chapitre des relations de travail.

Tous les consultants interrogés ont souligné qu'ils s'occupaient exclusivement de régimes de retraite à prestations déterminées (PD), et que leurs commentaires ne s'appliquaient pas nécessairement aux régimes de retraite à cotisations déterminées (CD)<sup>34</sup>. Cependant, lorsqu'on a interrogé à ce sujet le directeur de la recherche d'une des principales firmes de consultance américaines, il a déclaré qu'à sa connaissance, aucun employé des entreprises composant sa clientèle n'avait imposé de restrictions environnementales particulières pour leurs régimes de retraite, même dans le cas des régimes à CD. Au Royaume-Uni cependant, la disponibilité de fonds d'ISR est considérée comme une condition préalable pour de nombreuses plates-formes de régimes à CD, bien qu'une firme du Royaume-Uni ait souligné que le montant réel des investissements dans ces fonds demeurerait faible. Même si le directeur de la recherche américain susmentionné a affirmé que les employés pourraient demander des restrictions « de type ISR », ces restrictions sont habituellement énoncées comme des préoccupations sociales d'ordre général. Il n'a pas eu connaissance

<sup>34</sup> On entend par « régimes à PD » les régimes de retraite qui promettent à l'employé le versement d'une rente précise (par exemple, 65 % du salaire de fin de carrière). Quant aux régimes à CD, ils définissent au départ la cotisation que doivent verser les employés ou les employeurs (p. ex., 5 % du salaire). Dans les régimes à PD, c'est l'employeur qui supporte la promesse (ou le risque) de s'assurer que des fonds seront disponibles pour financer les versements de retraite. Dans les régimes à CD, le risque est supporté par les employés — généralement, ils doivent se contenter de toute somme s'étant accumulée dans le compte d'épargne du régime (quoique certains employeurs puissent offrir une garantie minimum ou offrir un régime hybride PD/CD)..

de fonds particuliers qui aient été conçus pour comprendre exclusivement des entreprises écologiques. Contrairement à ce que les autres consultants ont déclaré, ce directeur de la recherche a affirmé que les clients qui présentent par écrit des stipulations explicites sur l'ISR font inclure ces dispositions dans le mandat d'investissement, mais les exemples qu'ils a cités sont de nature sociale — par exemple, des entreprises de soins de santé qui exigent explicitement l'exclusion des compagnies de tabac.

Selon bon nombre des consultants interrogés, la structure des régimes de retraite à CD pourrait peut-être davantage convenir à ce sujet, puisque théoriquement les bénéficiaires de ce type de régime y jouent un plus grand rôle décisionnel. Dans les régime à CD, les investisseurs peuvent choisir leur propre palette d'avoirs et leurs propres fonds. Même si historiquement les plans à PD ont constitué la norme, le milieu des régimes de retraite évolue rapidement vers les structures à cotisations déterminées. À l'heure actuelle au Royaume-Uni, environ 10 % des régimes de retraite sont à CD, et 90 % à PD. En Europe et en Amérique du Nord cependant, la répartition se rapproche davantage du 50/50.

Ce point de vue a cependant été réfuté par un consultant en régimes à CD, selon lequel les investisseurs ne peuvent choisir que l'éventail d'options qui leur sont exposées par le promoteur du régime; autrement dit, les investisseurs ne créent pas de toutes pièces une structure d'investissement, et la majorité des promoteurs de régimes de retraite ne tiennent pas compte des facteurs environnementaux (ou sociaux). Dans la structure d'un régime à CD, les choix se font à partir de fonds communs ou mis en commun, et c'est pourquoi il peut en fait s'avérer plus difficile, pour les promoteurs d'un régime, d'intégrer des facteurs extra-financiers (comme des considérations environnementales). Les bénéficiaires choisissent tout un produit mis en commun plutôt que des actions/secteurs individuels, bien que théoriquement un promoteur de régime pourrait choisir d'inclure une option ISR dans l'éventail des options de fonds.

Selon le consultant en régimes à CD, il est en fait plus facile de gérer des questions environnementales dans une structure à PD, où un plus petit groupe de personnes (les gestionnaires de l'entreprise et les administrateurs du régime) ont leur mot à dire sur un plus vaste bassin d'avoirs. Même si les consultants en régimes à PD estimaient qu'une structure à CD permettrait de mieux prendre en considération les choix et les préoccupations des investisseurs, le consultant en CD estimait qu'il n'en était pas encore ainsi, pour les raisons suivantes :

\* Les comités d'administration des régimes de retraite sont composés de représentants des promoteurs du régime, et de très peu de représentants des employés, voire d'aucun. Les représentants des employés sont minoritaires, et leur point de vue occupe par conséquent une place moins importante. La situation pourrait cependant changer. Il y a cinq ans, aucun représentant des employés ne siégeait aux comités d'administration des caisses de retraite, alors qu'aujourd'hui leur représentation se chiffre à environ 15 %.

\* D'après les consultants, les syndicats ont historiquement été les plus susceptibles de considérer les facteurs sociaux ou environnementaux, et ce sont généralement eux qui s'expriment le plus vigoureusement au sein des comités d'administration des caisses de retraite, mais ils s'opposent vivement aux régimes à CD, parce que le risque posé aux rendements est assumé par les bénéficiaires plutôt que par la compagnie, et que les syndicats ont pour mandat de protéger les employés (en l'occurrence les bénéficiaires de la caisse de retraite).

• Les promoteurs de régimes de retraite (c.-à-d. les entreprises et les régimes de retraite du secteur public) peuvent être poursuivis en justice par les bénéficiaires, et c'est pourquoi ils hésitent à intégrer des considérations extra-financières. Même si cela signifie également qu'ils doivent gérer des risques tels que ceux associés à une mauvaise gestion environnementale, ils n'ont pas encore observé de cas où des portefeuilles complets ont sous-performé à cause d'un effondrement de titres attribuable exclusivement à des facteurs environnementaux (un titre peut s'effondrer pour de nombreuses raisons). S'ils voyaient, disons, cinq cas successifs où des questions environnementales causaient la dévaluation d'un titre, ils obligeraient vraisemblablement les gestionnaires à évaluer plus rigoureusement les risques environnementaux et la gestion environnementale de l'entreprise. Autrement, ils estiment que la diversification des titres suffit à atténuer les risques environnementaux (comme pour tous les autres types de risques).

D'après l'expérience de chacune des personnes interrogées, la question des enjeux environnementaux a toujours été laissée à la discrétion du gestionnaire, dont le travail consiste à évaluer le risque d'un titre et à décider si cette évaluation doit ou non inclure des aspects environnementaux. Selon les consultants, cette responsabilité ne relève pas d'eux.

La directrice de la recherche au Canada d'une firme internationale de consultance en

placements a souligné le caractère cyclique de l'intérêt soulevé par l'ISR chez la clientèle, ce qui peut expliquer pourquoi les entreprises n'élèvent généralement pas ce type d'enjeu au palier stratégique. À son avis, l'ISR a une corrélation positive avec les rendements du marché et gagne en popularité lors des scandales de nature sociale ou environnementale, comme l'affaire Talisman. Elle a également ajouté que le Protocole de Kyoto ne semblait pas encore causer de réaction similaire sur le marché canadien.

Plusieurs des consultants ont indiqué que, même si certains de leurs grands clients font à l'interne une gestion proactive des questions environnementales, ils n'avaient pas concrètement fait le lien (ou le lien n'a pas été fait avec le consultant/gestionnaire) entre d'une part leur compréhension de la façon dont une chaîne d'événements environnementaux peut se répercuter sur une entreprise, et d'autre part leurs propres choix d'investissement. Comme indiqué précédemment, cependant, il existe un haut degré de séparation entre une entreprise et son régime de retraite. Sur le plan juridique, un régime de retraite constitue une entité distincte, et c'est pourquoi la bonne performance environnementale d'une entreprise ne se reflète pas nécessairement dans la stratégie d'investissement de son régime de retraite. Puisque le régime de retraite représente techniquement une entité juridique distincte, il n'existe pas de mécanisme simple pour intégrer les considérations environnementales d'une entreprise à ses mandats d'investissement.

Le directeur de la recherche d'une des principales firmes de consultance estimait que les investisseurs, en général, seront peu enclins à adopter une conduite proactive dans ce domaine avant que l'une des deux conditions suivantes se concrétise :

1. Il devient clair que l'incorporation de ces facteurs générera un meilleur rendement (ou réduira concrètement le risque). Malheureusement, les consultants ont une connaissance extrêmement faible du corpus croissant de recherches empiriques dans ce domaine. (Un consultant principal à l'emploi d'une des principales firmes nord-américaines a récemment fait observer publiquement qu'il n'existait à sa connaissance aucune étude faisant un lien entre la performance financière et la performance environnementale, malgré la pléthore d'études consacrées aussi bien à la performance environnementale qu'à la performance sociale ayant été menées par des organisations réputées à l'aide de méthodes sophistiquées<sup>35</sup>.

2. Une loi oblige le milieu de l'investissement à considérer ces facteurs.

<sup>35</sup>Un rapport publié en novembre 2004 fait l'évaluation de toutes les études qui s'intéressent au lien entre la performance financière et la performance environnementale : *Innovest Strategic Value Advisors, Corporate Environmental Governance — A Study into the Influence of Environmental Governance and Financial Performance*, United Kingdom Environment Agency, 2004. Disponible à : <http://www.environment-agency.gov.uk/business>.

Le second point est étayé par un consultant travaillant au Royaume-Uni, d'après qui les enjeux environnementaux reçoivent aujourd'hui une plus grande attention dans le processus d'évaluation des titres, grâce à la loi qui oblige les régimes de retraite publics et les organismes de charité à faire déclarer publiquement comment ils gèrent les enjeux sociaux et environnementaux. Il a cependant ajouté que les enjeux environnementaux suscitent moins d'attention aujourd'hui qu'au moment de l'adoption de la loi, et il a souligné que les intervenants du milieu de l'investissement se concentrent maintenant sur des questions différentes. Actuellement, les principaux moteurs sont d'après lui l'activisme actionnarial et la gouvernance, qui pourraient détourner l'attention des considérations environnementales. Ce point de vue est confirmé par une mise à jour faite au Royaume-Uni par une équipe de recherche ISR de Mercer Investment Consulting, selon laquelle l'engagement et l'activisme actionnariaux reçoivent une plus grande attention dans la presse, tandis que l'intérêt des clients envers l'ISR demeure limité. L'équipe de Mercer laisse entendre que l'ISR pourrait continuer d'être perçue comme une pratique exclusionnaire, qui la rendrait moins intéressante pour le milieu classique de l'investissement.

Le milieu de la consultance présente cependant un certain nombre de tendances dignes de mention, qui pourraient influencer la discussion ci-dessus<sup>36</sup>. Tout d'abord, les enjeux « extra-financiers » acquièrent une plus grande pertinence dans le secteur des caisses de retraite pour les raisons suivantes : 1) davantage de personnes demandent des clarifications sur ces questions; 2) les gestionnaires reconnaissent qu'ils peuvent avoir omis les risques de nature sociale/environnementale. Même si, selon les personnes interrogées, les changements législatifs ou la menace/promesse de changements législatifs n'ont pas constitué jusqu'à maintenant un important moteur d'action au Canada, le changement particulier qui pourrait faire bouger les choses est l'adoption d'une loi protégeant les promoteurs de régimes de retraite qui prennent en compte les enjeux « non comptables ». Pour cela, il faudrait peut-être officialiser la définition de « responsabilité fiduciaire » pour y permettre l'inclusion de tels enjeux, ainsi que le Manitoba l'a fait dans sa loi sur les fiduciaires<sup>37</sup>.

Les promoteurs/administrateurs des caisses de retraite subissent également des pressions en faveur de l'élargissement de la gamme d'options offertes aux membres, tant sur le plan du risque que sur celui du rendement (par exemple offrir des fonds de couverture), et aussi du point de vue de ce qu'on considère encore comme des questions plus « douces », y compris les préoccupations environnementales. Bien que ces pressions se fassent davantage sentir au Royaume-Uni qu'en Amérique du Nord, il n'en demeure pas moins qu'il

<sup>36</sup> En octobre 2005, Mercer Investment Consulting a publié un rapport au Royaume-Uni, en collaboration avec le groupe Institutional Investors Group on Climate Change, basé au Royaume-Uni, et le Carbon Trust. Le rapport s'intitule *A Climate for Change : A trustee's guide to understanding and addressing climate risk*.

<sup>37</sup> *Loi sur les fiduciaires*, L.M. 1995, ch. 14, art. 3.

s'agit là d'un précédent, et l'on peut s'attendre à ce que d'autres pays emboîtent le pas.

De plus, les bénéficiaires de régimes à CD jouissent d'une plus grande marge de manœuvre qui leur permet soit de suivre une stratégie définie par l'administrateur, soit de privilégier plutôt une stratégie qu'ils auront eux-mêmes élaborée. C'est ce second type de stratégie qui est le plus susceptible d'inclure des considérations sociales ou environnementales. Les administrateurs peuvent dans ce cas se sentir à l'abri de poursuites judiciaires, puisqu'ils ne font qu'offrir aux membres du régime une option qu'ils peuvent choisir ou rejeter à leur guise. La chose est plus difficile dans un régime à PD, où les administrateurs ne sont autorisés à introduire de telles stratégies que s'ils les jugent conformes aux meilleurs intérêts financiers du régime (et par conséquent de ses membres), ou encore si elles correspondent aux attentes raisonnables qu'ils (les administrateurs) ont quant aux désirs des membres. (Par exemple, les administrateurs de la caisse de retraite du Fonds mondial pour la nature peuvent raisonnablement prendre en compte les considérations environnementales même si elles sont inquantifiables; ou encore, une caisse de retraite dans l'industrie médicale peut écarter les titres des compagnies de tabac. Un gestionnaire a toutefois souligné que des compagnies de tabac continuaient de figurer dans le portefeuille de la caisse de retraite d'un hôpital canadien comptant parmi ses clients.)

Une dernière tendance observée, qui pourrait peut-être s'avérer la plus importante, consiste à allonger le mandat confié aux gestionnaires pour tenter d'atténuer certains des problèmes associés à l'horizon limité (trimestriel) du processus de surveillance et de mesure du rendement des gestionnaires. Des études publiées par Watson Wyatt Investment Consulting Practice<sup>38</sup> abordent la question des stratégies d'investissement à plus long terme, qui privilégient l'activité d'investissement à long terme (qui met l'accent sur les perspectives à moyen et à long terme des entreprises dans lesquelles on investit) plutôt que les décisions à court terme (souvent associées à une activité de transaction excessive). Cette firme indique que la focalisation à court terme des investissements a mené à une rotation accrue des actions, qui a pour effet de réduire les rendements en raison des surcoûts associés aux opérations (commissions aux courtiers, incidence des transactions sur le marché, écarts achat/vente, etc.). Les auteurs du rapport Watson Wyatt encouragent les administrateurs à ne pas mettre l'accent sur le court terme et à ne pas résilier les contrats des gestionnaires uniquement pour des raisons de sous-performance (mesurée à l'aune d'un indice d'investissement précis); ils les incitent plutôt à appliquer une période d'évaluation plus longue qui engloberait un plus large éventail de facteurs.

<sup>38</sup> On trouve les rapports de 2004 à <http://www.watsonwyatt.com/europe/pubs/globalinvestment/>.

## 5 Pertinence des grands enjeux environnementaux pour l'évaluation des titres

Même si la majorité des analystes interrogés estiment que l'information environnementale ne peut faire l'objet que d'une évaluation qualitative, tous reconnaissent qu'il existe des exemples ponctuels de situations où il est nécessaire d'examiner l'information sur les risques et les possibilités d'affaires en matière environnementale. Ces cas ne deviennent intéressants que lorsqu'ils sont jugés « importants » pour l'entreprise, et les cas les plus quantifiables sont généralement des événements ponctuels qui ont une incidence précise sur l'entreprise et qui sont pris en compte dans la mesure où ils sont quantifiables. Les analystes reconnaissent aussi que de nombreux facteurs pourraient à l'avenir devenir quantifiables, et qu'ils les gardent également à l'œil. Outre les forces touchant les secteurs décrits précédemment à la section 3, il existe, pour chacun des enjeux décrits ci-dessous, un certain nombre de préoccupations et (dans une moindre mesure) d'occasions d'affaires d'ordre environnemental propres à un secteur donné, qui peuvent influencer l'évaluation des secteurs et des titres..

Le présent rapport met l'accent sur quatre grands enjeux environnementaux, sous l'angle de leur pertinence pour le processus d'évaluation des titres. Il s'agit des thèmes suivants : les passifs en lieux contaminés et les aires écologiquement fragiles; la qualité de l'air; l'utilisation et la pollution de l'eau; les changements climatiques. Ces enjeux offrent trois perspectives temporelles différentes : les lieux contaminés peuvent être assimilés à un enjeu « rétrospectif », la qualité de l'air et la pollution de l'eau peuvent être considérées comme un enjeu contemporain, tandis que les changements climatiques représentent un enjeu plus futuriste et prospectif.

*Figure 2 : Grands enjeux environnementaux et horizons temporels*

Rétrospectif	Actuel	Prospectif
Terres contaminées/Aires écologiquement fragiles	Utilisation/pollution de l'eau Qualité de l'air	Changements climatiques

### 5.1 Passifs en lieux contaminés et aires écologiquement fragiles

Les lieux contaminés demeurent une grande source de passifs et de dépenses à long

terme pour la totalité des quatre secteurs examinés dans ce rapport. Les opérations de désaffectation et de remise en état des sites miniers représentent d'importants postes financiers pour certaines compagnies minières, tandis que l'industrie dans son ensemble doit faire face à un resserrement plus ou moins prononcé des règlements miniers et à de graves problèmes d'image résultant d'apparentes violations des lois environnementales. Il en est de même dans le secteur pétrolier, où, considérant la grande consommation de ressources par cette industrie, la majorité des entreprises déploient de vastes efforts pour restaurer les sites abritant des déchets dangereux. Dans certaines compagnies, les réserves pour remise en état dépassent 750 millions de dollars. Tout aussi importants sont les risques à la réputation : les sites de déchets dangereux représentent des paratonnerres de choix pour l'activisme communautaire et l'action des ONG, et une mauvaise gestion de ces lieux peut sérieusement entacher l'image publique d'une entreprise.

Les GP estiment toutefois que, à tort ou à raison, ces risques environnementaux représentent des enjeux à moyen ou à long terme, contrairement aux enjeux à court terme qui prendraient par surprise l'investisseur. Le gestionnaire aurait donc la possibilité d'analyser pleinement la valeur incorporelle des recherches environnementales, et aussi le temps de vendre un titre advenant la matérialisation de certains des problèmes envisagés. L'introduction de modifications réglementaires exigeant de coûteux travaux de décontamination serait discutée longtemps avant leur implantation. Les entreprises devraient également factoriser ces passifs, et selon les GP, elles ont tout intérêt à présenter une estimation plafond plutôt qu'une estimation plancher, pour donner ensuite aux investisseurs une surprise *agréable* plutôt que *désagréable*. (Souligner toutefois que le rapport publié en 2004 par Robert Repetto, *Silence is Golden, Leaden and Copper*, tirait une conclusion opposée, à savoir que les entreprises sous-estimaient leurs passifs environnementaux<sup>39</sup>.) Un investisseur ne se préoccupera d'un enjeu comme les lieux écologiquement fragiles que si cet enjeu peut avoir un effet important sur l'entreprise. Par exemple, dans le projet de la vallée du Mackenzie, le facteur retardement n'était pas important pour le rendement du portefeuille, selon un GP. On a un autre exemple dans les activités d'Imperial Oil dans la mer de Beaufort, qui n'étaient pas considérées comme un enjeu puisque leur importance potentielle ne se révélera que dans cinq à dix ans.

Ces résultats s'avèrent quelque peu surprenants, puisqu'on peut citer des exemples d'événements qui font effectivement diminuer de façon abrupte et imprévue le prix des actions; citons notamment la chute de 12 % subie par l'action d'ABB<sup>40</sup> après qu'un tribu-

<sup>39</sup> Repetto, Robert, *Silence is Golden, Leaden and Copper: Disclosure of Material Environmental Information in the Hard Rock Mining Industry*, Yale, 2004.

<sup>40</sup> ABB est le plus important fabricant mondial de transformateurs électriques. Les poursuites relatives à l'amiante ont amené une filiale d'ABB à se placer sous la protection de la *Loi sur la faillite* en vertu du chapitre 11.



nal américain eut rejeté son plan de 1,3 milliard de dollars visant à résoudre plus de 135 000 poursuites intentées par des victimes de l'amiante. De la même façon, le fabricant de pièces d'automobile Federal-Mogul a été acculé à la faillite par les lourds frais judiciaires qu'il a dû supporter dans le dossier de l'amiante. La réalisation de recherches sur les entreprises plus exposées au risque de poursuites dans le dossier de l'amiante aurait permis d'écarter les investisseurs de ces titres plus risqués avant que les poursuites deviennent un enjeu « important ».

La position exposée ci-dessus par les GP n'est cependant pas la même dans le cas des régimes de retraite, en raison de la quantité de titres achetés par ces gestionnaires, particulièrement pour les entreprises plus petites et non liquides. Il n'est pas aussi facile d'acheter ou de vendre de fortes quantités d'un titre lorsque les volumes de transactions sont faibles, et c'est là un des facteurs expliquant pourquoi les gestionnaires de régimes de retraite sont davantage préoccupés par les enjeux à long terme. Les régimes de retraite doivent donc faire l'objet de recherches qui leur sont propres, et qui transcendent l'orientation à court terme des rapports d'analystes pour examiner la qualité de la gestion selon une optique à long terme et pour faire une analyse des tendances. La tendance à l'allongement des mandats décrite plus en détail à la section 4.3 met en lumière la nécessité d'éliminer le roulement excessif d'actions qui découlerait de la stratégie d'investissement à court terme décrite ci-dessus. Une telle situation se traduirait par une augmentation des coûts pour le régime de retraite et une hausse des avantages touchés par les courtiers. En particulier, le fait d'investir à plus long terme permet aux gestionnaires de saisir la valeur additionnelle générée par les moteurs de valeur intangibles, qu'il n'est pas facile de cerner dans leurs états financiers.

Dans l'ensemble, le problème à ce stade est que les analystes et les GP avouent ne pas savoir réellement comment évaluer adéquatement les passifs environnementaux — par exemple, quel serait le coût économique d'une éventuelle décontamination —, malgré le fait qu'il est possible de faire (et qu'on fait même souvent) des estimations raisonnables. Les analystes affirment que lorsqu'une décontamination est nécessaire, ils en évalueront immédiatement le coût exact ainsi que son incidence sur la performance financière de l'entreprise. Les analystes interrogés ont déclaré qu'en général, le marché incorporait globalement les coûts environnementaux dans la valeur marchande des titres. À leur avis, il est impossible de prédire les incidents à court terme, et c'est pourquoi les coûts liés à ces incidents sont plus souvent incorporés après coup. La majorité des analystes estiment

également que les incidents tels que la fuite de gaz survenue en août dernier à l'usine de la compagnie Noranda à Montréal, engendrant un nuage de gaz toxique qui a dérivé dans la ville et incommodé certains résidents, constituent des événements « ponctuels » dont ils ne se préoccuperaient pas outre mesure. Ils s'inquiéteraient davantage d'un problème comme la contamination des sols, parce qu'il s'agit d'une situation plus permanente. La contamination des sols est une importante source de pressions réglementaires et de risques à la réputation, et représente par conséquent un enjeu de gestion de plus en plus névralgique pour les entreprises à grande visibilité. Tant le secteur métallurgique et minier que le secteur chimique font face, à des degrés divers, à un resserrement de la réglementation et à de graves problèmes d'image résultant d'apparentes infractions aux lois environnementales. Pour l'instant toutefois, les entreprises à la piètre fiche environnementale ne sont pas encore punies, dans les marchés boursiers, pas plus que les grands performants ne sont récompensés.

## 5.2 Qualité de l'air

La qualité de l'air représente un sujet d'inquiétude croissant pour les consommateurs, comme pour les secteurs public et privé. Les compagnies d'électricité, par exemple, ont comme défi de produire de l'électricité et de l'acheminer aux consommateurs tout en nuisant le moins possible à la santé publique. Les études révélant les effets négatifs des émissions des entreprises de production d'énergie ont pour conséquence d'intensifier les pressions exercées sur ce secteur pour qu'il soit moins polluant. Aux États-Unis, le Clean Air Task Force indique que les émissions imputables aux combustibles fossiles dans ce pays causent annuellement environ 30 000 décès prématurés, 21 000 hospitalisations et 600 000 crises d'asthme supplémentaires<sup>41</sup>. Selon l'EPA américaine, ces émissions réduisent la visibilité estivale d'un facteur pouvant atteindre jusqu'à 50 %, en plus d'accroître les pluies acides et de déposer de grandes quantités d'azote dans les plans d'eau des États.

Tant aux États-Unis qu'au Canada, la réglementation environnementale est de compétence fédérale. Aux États-Unis, l'EPA est l'instance fédérale chargée de la protection de l'environnement. Chaque État peut adopter ses propres lois environnementales, mais ces lois ne doivent en aucun cas être moins sévères que la législation fédérale. Les gouvernements des États actualisent automatiquement leurs propres lois environnementales chaque fois qu'un changement est apporté aux lois et règlements fédéraux. L'EPA est l'agence responsable de mettre en œuvre les exigences découlant des modifications ap-

<sup>41</sup> Abt Associates, Inc., *The Particulate-related Health Benefits of Reducing Power Plant Emissions (October 2000) and Clean Air Task Force, Death, Disease, and Dirty Power: Mortality and Health Damage Due to Air Pollution from Power Plants (octobre 2000)*

portées à la Clean Air Act, mais elle a délégué aux États la plus grande partie de ses responsabilités réglementaires. Pour assurer la conformité aux lois applicables, chaque État a, par le truchement d'un « State Implementation Plan », désigné des régions contrôles pour la qualité de l'air et fixé dans chaque région des exigences de réduction des émissions, pour diverses sources.

Au Canada, les Objectifs nationaux de qualité de l'air ambiant sont périodiquement actualisés sous le régime de la *Loi canadienne sur la protection de l'environnement (1999)* et par divers comités, notamment un groupe de travail où siègent des représentants des ministères provinciaux, fédéraux et territoriaux de la Santé et de l'Environnement. Cependant, chaque gouvernement provincial/territorial peut déterminer les modalités d'atteinte des objectifs, ce qui engendre des différences entre chaque province ou territoire.

La capacité des collectivités et des autres parties concernées à obtenir de l'information sur la performance des entreprises au chapitre de la qualité de l'air a spectaculairement augmenté depuis dix ans. Aux États-Unis, le TRI est une base de données exhaustive sur les rejets et les transferts de produits chimiques toxiques provenant d'installations manufacturières. Le TRI vise au premier chef à informer les collectivités, les citoyens, les employés et les chefs de la direction des entreprises sur les possibilités de rejets chimiques et de production de déchets nocifs par les usines locales. L'équivalent canadien est l'Inventaire national des rejets de polluants (INRP), une base de données publique encadrée par une loi fédérale, par l'entremise de laquelle la majorité des secteurs (secteurs commercial, industriel, gouvernemental) répondant aux seuils de déclaration pour certains polluants sont tenus de faire état de leurs rejets atmosphériques, aquatiques, terrestres, etc. Les quatre secteurs visés par le présent rapport ont l'obligation de faire rapport au TRI et à l'INRP. Au Mexique, le Registro de Emisiones y Transferencia de Contaminantes constitue maintenant une base de données officielle, dûment encadrée par un règlement sur les sociétés mexicaines.

Aux États-Unis, on trouve une autre source d'information facilement accessible sur le site Web; *Enforcement and Compliance History Online*, qui contient une base de données au niveau des installations sur l'application et le respect de la loi, pour plus de 800 000 installations réglementées à l'échelle du pays. Cette base de données contient des ramifications concrètes, puisqu'elle permet de faire efficacement de rapides évaluations de conformité pour mettre au jour les situations de constante inobservation des lois<sup>42</sup>. Les répercus-

<sup>42</sup> Bergeson, Lynn, Legal lookout. « The Enforcement and Compliance History Online Database », *Pollution Engineering*, 35(2):41–42 (2003).

sions réelles de l'information qu'on y trouve n'ont cependant pas encore été adéquatement étudiées.

Pour le milieu financier classique, les émissions de particules ne constituent pas encore un problème important. Les professionnels de l'investissement ne croient pas que ces émissions aient une incidence majeure sur la performance financière des entreprises. Les analystes désirent cependant connaître les besoins en immobilisations ainsi que les provisions prévues pour la mise au rancart des actifs technologiquement obsolètes. Jusqu'à maintenant, la question des amendes et des pénalités ne semble pas susciter d'inquiétudes particulières, même si les analystes reconnaissent que cela pourrait changer dans un proche avenir, une fois connues toutes les conséquences du Protocole de Kyoto sur les entreprises. Pour cette raison, ils s'inquiéteraient davantage des grands émetteurs, tout en affirmant également que même les entreprises « propres » peuvent être touchées par une limitation des émissions d'oxydes d'azote, d'oxydes de soufre et de particules. Les analystes pensent également que les questions de qualité de l'air ne sont pas pertinentes dans l'analyse quantitative puisque les compagnies touchent des subventions publiques pour se conformer aux exigences réglementaires sur la qualité de l'air, et que pour cette raison l'incidence sur le bilan financier est nulle.

Le domaine des écotecnologies présente des possibilités d'affaires, et les analystes se tiendront à l'affût des entreprises qui pourraient être des leaders dans l'amélioration de la qualité de l'air, puisque ces leaders seront les plus susceptibles de toucher les subventions qui ne seront peut-être plus disponibles pour les retardataires de l'industrie. Il est cependant risqué d'investir dans les technologies d'assainissement de l'air, puisqu'à ce stade les analystes ne peuvent savoir si la technologie sera efficace, si elle trouvera un débouché et si elle sera rentable.

Les analystes américains soutiennent que la Clean Air Act (CAA) a effectivement eu des effets importants sur les procédés de production, et ils suivent maintenant de près la situation pour déterminer les effets sur la performance financière, encore inconnus. Ils se contentent de surveiller les facteurs imprécis, sans les intégrer au processus d'évaluation, en attendant que la situation s'éclaircisse. Pour ce faire, ils observent notamment la situation politique et tentent de déterminer quelle en sera l'issue pour des secteurs industriels particuliers.

Les analystes ne recommanderaient pas d'investir dans les entreprises fortement associées à des produits chimiques particulièrement risqués, mais il demeure ardu d'évaluer précisément la valeur des titres. Par exemple, l'effet du règlement exigeant l'élimination du MTBE (un additif de l'essence) sera incorporé au prix de l'action, et l'on évaluera la part de marché représentée par ce produit chimique dans les ventes de l'entreprise. Si la part de marché est de 50 % ou plus, les analystes estiment que les perspectives de l'entreprise seraient gravement compromises.

### 5.3 Utilisation et pollution de l'eau

L'utilisation et la pollution de l'eau constituent d'importants enjeux environnementaux pour tous les secteurs discutés dans ce rapport, et ils méritent que les analystes et les GP s'y intéressent beaucoup plus qu'actuellement. Même si les analystes de ces secteurs et la majorité des GP sont bien au fait de ces enjeux, ils maintiennent une position d'attente à l'égard de la modification des règlements, avant de déterminer les valeurs des titres. Cependant, certaines entreprises sont beaucoup mieux positionnées que d'autres pour gérer ces enjeux et, pour cette raison, profiteraient à long terme d'une très probable modification réglementaire offrant des incitations quantifiables aux entreprises capables de réduire les risques environnementaux. Comme on l'a vu à plusieurs reprises dans ce rapport, l'allongement des mandats d'investissement permettrait aux gestionnaires de conserver des titres qui, malgré leur éventuelle impopularité à court terme, pourraient à long terme surperformer. L'actuelle focalisation à court terme des mandats amène souvent les gestionnaires à conserver des titres dont les perspectives à moyen terme sont jugées médiocres parce que ces mêmes titres pourraient générer à court terme des rendements supérieurs. C'est là un aspect extrêmement important pour un GP dont l'évaluation se fait sur une base trimestrielle.

Chacun des secteurs fait face à un certain nombre d'enjeux et de risques à long terme d'une importance clé, dont le milieu de l'investissement n'est pas encore pleinement conscient. En voici un résumé<sup>43</sup>:

#### *Pétrole et gaz:*

Utilisation et efficacité des ressources : La forte intensité énergétique des opérations pétrolières et gazières a pour effet de valoriser la capacité, pour une entreprise, de con-

<sup>43</sup> Les sources de données sont indiquées à l'*annexe A*.

server les ressources et d'implanter une stratégie plus intégrée de gestion de l'énergie. Les entreprises peuvent réduire substantiellement leurs coûts d'exploitation par une meilleure conservation des ressources, mais peu d'entre elles quantifient précisément ces avantages financiers. Malgré un accès irrégulier aux données, nous avons classé les sociétés pétrolières et gazières selon leur efficacité dans l'utilisation de l'eau, la production de déchets, les émissions de torchage et l'intensité énergétique.

Déclassement des installations extracôtières : Les coûts globaux de déclassement des plates-formes extracôtières sont estimés entre 20 et 40 milliards de dollars. Le resserrement des normes de déclassement fait grimper les coûts. Par exemple, en exigeant que les opérations de démantèlement aient lieu sur la terre ferme, la nouvelle Convention pour la protection de l'environnement marin de l'Atlantique du nord-est pourrait multiplier par cinq les coûts de déclassement des plates-formes de la mer du Nord (qui s'élèvent actuellement à 2–10 millions de dollars).

#### *Services publics:*

Modifications au New Source Review : En 2003, l'EPA américaine a proposé une nouvelle règle pour les opérations d'entretien courant, de réparation et de remplacement effectuées dans le cadre des programmes de délivrance des permis d'émissions atmosphériques du « New Source Review » (NSR), une composante de la CAA. Cette règle visait à donner une plus grande flexibilité aux entreprises souhaitant apporter des changements à leurs usines, sans déclencher le processus du NSR. Une coalition de 14 États (Californie, Connecticut, Illinois, Maine, Maryland, Massachusetts, New Hampshire, New Jersey, Nouveau-Mexique, New York, Pennsylvanie, Rhode Island, Vermont et Wisconsin) et le District de Columbia ont déposé une motion devant un tribunal fédéral pour bloquer ce projet de modification au NSR de la CAA. On ignore encore comment ce dossier sera résolu, ce qui illustre l'incertitude croissante à laquelle sont confrontés les investisseurs du secteur des services publics d'électricité. Pendant ce temps, la U.S. Court of Appeals pour le District de Columbia a bloqué l'application de l'« exemption élargie » pour les projets d'entretien courant des entreprises qui ont déjà enfreint le NSR. Par conséquent, l'EPA américaine continue de donner suite aux poursuites intentées contre les entreprises qui enfreignent le NSR, en vertu duquel les entreprises qui apportent à leurs usines des modifications accroissant considérablement leurs émissions atmosphériques sont tenues d'installer des équipements antipol-

lution modernes.

### *Produits chimiques:*

Sites du Superfund : Les incidences sanitaires et écologiques des sites de déchets dangereux inquiètent beaucoup le grand public, et la gestion de ces sites peut s'avérer un lourd fardeau financier. Aux États-Unis, les sites contaminés qui sont classés sous le régime de la Comprehensive Environmental Response, Compensation and Liability Act (également appelés sites du Superfund) demeurent une importante source de passifs et de dépenses à long terme pour la majorité des sociétés chimiques examinées dans le présent rapport. Tout aussi importants sont les risques qu'ils font courir à leur réputation : les sites de déchets dangereux représentent des paratonnerres de choix pour l'activisme communautaire et l'action des ONG, et une mauvaise gestion de ces lieux peut sérieusement ternir l'image publique d'une entreprise.

Nouvelle compréhension de l'incidence sanitaire des produits chimiques : Deux aspects de la toxicité chimique, soit la perturbation du système endocrinien et la bioaccumulation, sont en train de changer rapidement le profil de risque de l'industrie pétrochimique. La perturbation du système endocrinien a pour cause la capacité de certaines substances chimiques à imiter les hormones, et ainsi à causer des cancers et des troubles du système reproducteur. Comme ce phénomène peut survenir à des concentrations de l'ordre de parties par billion, il en découle que l'« éco-efficacité » ne contribuera pas à résoudre ce problème; il faut plutôt que les entreprises éliminent les produits qui présentent de telles caractéristiques. Quant à la bioaccumulation, elle est causée par la décomposition très rapide dans l'environnement de produits chimiques tels que les biphényles polychlorés, qui peuvent ainsi migrer vers l'amont de la chaîne alimentaire. Ce phénomène a pour effet de concentrer les polluants chez les animaux qui se situent au sommet de la chaîne alimentaire. Chez les humains, l'exposition aux toxines bioaccumulées peut être causée par une consommation de poisson et de lait. Encore une fois, ce processus peut amener l'accumulation en concentrations dangereuses de substances chimiques présentes au départ à de très faibles taux, ce qui complique l'apport de solutions correctives et préventives par les fabricants.

**Industrie minière:**

Consommation de ressources : La consommation d'énergie, d'eau et d'autres ressources devient un facteur de plus en plus critique pour la performance environnementale et la performance financière. Les coûts énergétiques reliés aux opérations de fonderie peuvent être élevés, et représenter dans certains cas plus de 15 % des frais d'exploitation.

Héritage toxique et pollution : Source majeure de pressions réglementaires et de risques pour la réputation, les effets environnementaux à long et à court terme constituent des enjeux de gestion de plus en plus critiques. Les opérations de désaffectation et de remise en état des sites miniers représentent d'importants postes budgétaires pour certaines entreprises, tandis que l'industrie dans son ensemble fait face, à des degrés divers, à un resserrement de la réglementation et à de graves problèmes d'image résultant d'apparentes infractions aux lois environnementales.

**5.4 Changements climatiques**

Les changements climatiques constituent de loin l'enjeu le plus important pour le milieu financier au Canada, en grande partie à cause de la ratification du Protocole de Kyoto par le gouvernement canadien. Cela dit, l'un des principaux problèmes pour le Canada et les États-Unis est de savoir si la réduction des émissions nocives de GES fera ou non baisser le produit intérieur brut (PIB) des deux pays. Un rapport du World Resources Institute examine les modèles économiques les plus couramment employés et cerne les hypothèses clés qui représentent plus de 80 % des différences dans les prédictions économiques relatives aux divers effets économiques des stratégies de réduction des GES. Le rapport conclut que dans les hypothèses les plus défavorables, les modèles prédisent d'ici 2020 une diminution de 2,4 % du PIB, et une hausse potentielle de 2,4 % dans les hypothèses les plus favorables. Les auteurs s'entendent pour tirer la conclusion finale suivante : « En élaborant des politiques publiques intelligentes et en favorisant la coopération internationale, il est possible de réduire les émissions de dioxyde de carbone avec des effets minimums sur l'économie ».<sup>44</sup>

Un des principaux secteurs touchés par les changements climatiques est le secteur intégré du pétrole et du gaz. Les entreprises qui en font partie sont d'importants émetteurs de

<sup>44</sup> Repetto, Robert et Austin, Duncan, *The Costs of Climate Change Protection: A Guide for the Perplexed*, World Resources Institute, 1997.



GES et, selon le lieu de leurs installations de raffinage et de production, elles pourraient être obligées de réduire leurs émissions dans un proche avenir. La possible perturbation future des marchés des combustibles fossiles causée par un virage sociétal privilégiant les types d'énergies et de combustibles moins polluants présente un intérêt stratégique peut-être encore plus prononcé. Ainsi, le carbone compris dans les produits de combustibles peut également devenir un enjeu de gestion stratégique. Ces deux tendances posent une menace directe à la rentabilité ultime des entreprises, même si les effets toucheront les compagnies de façons différentes, en partie parce que les stratégies de gestion des risques associés aux changements climatiques varient aussi considérablement d'une entreprise à l'autre.

En novembre 2003, les trésoriers et les contrôleurs de la Californie, du Connecticut, du District de Columbia, de l'Iowa, du Kentucky, du Maine, du Maryland, du Massachusetts, du Nouveau-Mexique, de l'État de New York, de la Caroline du Nord, de l'Oregon et du Vermont, ainsi que d'autres grands intervenants dont l'actif sous gestion approche le billion de dollars, ont tenu une première rencontre pour circonscrire leurs responsabilités en vue des risques financiers associés aux changements climatiques. Cette rencontre a directement mené à la création d'un nouveau forum d'investisseurs appelé l'INCR. Les signataires du 2005 Carbon Disclosure Project, dont le total des avoirs sous gestion dépasse actuellement 21 billions de dollars, ont demandé que les présidents des conseils d'administration des 500 plus importantes entreprises cotées en bourse, à l'échelle mondiale, divulguent la nature et l'étendue des risques financiers que les changements climatiques font peser sur leurs entreprises et leurs investisseurs. La Conférence circumpolaire inuite (qui représente plus de 155 000 Inuits) a déclaré qu'elle déposera une pétition auprès de la Commission interaméricaine des droits de l'homme. « La pétition demandera une déclaration en droit international selon laquelle l'érosion et la possible destruction du mode de vie inuit, causées par les changements climatiques résultant des émissions de gaz à effet de serre, représentent une violation des droits de la personne fondamentaux des Inuits<sup>45</sup> ». Le dossier indique que, puisque les États-Unis sont l'un des principaux émetteurs de GES et ont peu agi pour réduire les émissions (c.-à-d. qu'ils n'ont pas ratifié le Protocole de Kyoto ni adopté de mesure réglementaire au-delà de la CAA), ce pays a en fait enfreint les droits de la personne.

Au moment des entrevues, de nombreux analystes demeuraient sceptiques quant à l'impact du Protocole de Kyoto, en raison de sa non-ratification par les États-Unis. Cepen-

<sup>45</sup> Watt-Cloutier, Shiela, *Climate Change and Human Rights*, Carnegie Council on Ethics and International Affairs, printemps 2004.

dant, le fait que la Fédération de Russie ait maintenant ratifié le Protocole rend ce dernier très pertinent pour le Canada. La ratification par la Russie implique une réorientation marquée de l'environnement réglementaire, qui se répercutera à la fois sur l'évaluation des entreprises et sur l'exposition au risque des investisseurs. Selon leur degré de préparation à cette nouvelle situation, de nombreuses entreprises pourraient devoir faire du rattrapage pour se positionner favorablement dans ce nouvel environnement. Même si ce point de vue n'est pas partagé par tous les professionnels du milieu financier classique, de nombreux intervenants (professionnels de l'ISR, investisseurs de capitaux de risque et environnementalistes) estiment que les changements climatiques demeureront une force d'influence qui change la dynamique sous-jacente des marchés de l'énergie, du développement technologique et des équations risques/rendements dans un vaste éventail de catégories de placement<sup>46</sup>. Ce dernier développement pourrait signaler l'avènement d'une nouvelle ère où les passifs en matière de carbone seront officialisés dans la règle de droit, où il y aura une plus grande concurrence pour les options de compensation à faible coût du carbone, et où les investisseurs devront, quant à eux, considérer plus pleinement leur propre exposition aux risques associés au carbone.

Même sans la ratification par les États-Unis, diverses initiatives sont en cours aux États-Unis pour contrer les changements climatiques. La majorité d'entre elles se déroulent au niveau des États — p. ex., plus d'une douzaine d'États ont adopté ou envisagent sérieusement d'adopter des lois sur les émissions de GES. Au niveau fédéral, la déclaration de 2004 publiée par le Secrétaire américain de l'énergie concernant le leadership des É.-U. dans ce domaine indique que l'adoption de règlements favorisant les améliorations environnementales est certainement faisable :

L'Administration Bush est déterminée à implanter un programme exhaustif et innovateur d'initiatives intérieures et internationales visant la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Ceux qui remettent en question l'engagement de l'Administration à contrer les changements climatiques mondiaux n'apprécient pas pleinement les retombées planétaires des investissements scientifiques et technologiques que les États-Unis ont consentis et continuent de consentir par l'entremise de divers programmes. Les États-Unis prennent très au sérieux le problème des changements climatiques mondiaux et mènent le peloton mondial par les investissements qu'ils effectuent, à hauteur de plusieurs milliards de dollars par année, pour les comprendre et les contrer<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> Innovest Strategic Value Advisors, *Carbon Disclosure Project Report 2005*, Carbon Disclosure Project, 2005.

<sup>47</sup> Abraham, Spencer, *Statement of Energy Secretary Spencer Abraham Regarding United States Leadership on Global Climate Change*, 13 février 2004.

En outre, les États-Unis travaillent à l'élaboration de politiques favorables aux technologies énergétiques à émissions nulles et conçues pour réduire les émissions à plus long terme tout en préservant la croissance économique<sup>48</sup>.

La majorité des analystes interrogés ont manifesté le désir, à un degré ou à un autre, de prédire l'impact financier qu'aura Kyoto sur les entreprises qu'ils couvrent. Considérant la résolution manifestée par l'ex-premier ministre Jean Chrétien de ratifier le Protocole de Kyoto pour la fin de l'année 2002, deux analystes de BMO Nesbitt Burns spécialisés en pipelines et en services publics avaient préparé en décembre 2002 un rapport pour leurs clients institutionnels, intitulé *Clearing the Air*, qui présentait une définition des GES et des autres principaux polluants, exposait les initiatives environnementales du Canada et des États-Unis et faisait un survol des philosophies et des stratégies relatives aux émissions de GES des entreprises faisant partie du secteur canadien des pipelines et des services publics d'énergie.

Un an et demi après la publication de ce rapport, un des auteurs a déclaré dans une entrevue qu'à ce stade, l'analyse demeurait purement qualitative, puisque les analystes ignorent les coûts que devront supporter les entreprises à ce sujet et, par conséquent, en ignorent au juste les effets sur la valeur. Cependant, cette analyste a préparé des scénarios pour toutes les entreprises qu'elle couvre, pour voir quelle serait leur performance advenant l'application de règlements découlant de Kyoto. Selon des analystes de ce secteur, la quantification des effets du Protocole de Kyoto demeure problématique sous divers aspects :

- Au Canada, les services publics peuvent recouvrer les coûts engagés à cause des changements réglementaires. Si ce n'était pas le cas, les analystes canadiens considéreraient alors comment l'entreprise peut recouvrer ou recouvrera les coûts, mais pour l'instant une telle analyse demeure hypothétique. À l'heure actuelle, les analystes estiment que les lignes directrices gouvernementales concernant les émissions sont peu sévères et n'ont par conséquent aucun effet important sur les coûts.
- Le marché ne pénalise actuellement pas les entreprises qui recourent à des sources d'énergie « polluantes », non plus qu'il ne récompense la consommation d'énergie propre.

<sup>48</sup> Goldman Sachs, *Energy Environmental and Social Report*, 24 février 2004.

- Historiquement, les atteintes à la réputation résultant d'une mauvaise gestion environnementale ont eu un effet faible ou inexistant sur le prix des actions au Canada.

Les analystes ont cependant affirmé que l'examen des occasions d'affaires et des risques environnementaux continue de faire partie intégrante de leurs recherches. Par exemple, un analyste de BMO Nesbitt Burns a indiqué à ses clients que la société canadienne TransAlta, deuxième émetteur industriel de GES au Canada (selon les données déclarées en 2000 au Registre Défi-climat), est l'entreprise à laquelle la mise en œuvre du Protocole de Kyoto fait théoriquement courir le plus grand risque. Dans l'univers de cet analyste, la firme Canadian Hydro Developers, qui fournit de l'électricité provenant de sources renouvelables, est possiblement l'une des seules entreprises pour qui la ratification de Kyoto pourrait être profitable, sans l'obligation de compenser autrement une hausse de coûts.

Les analystes mexicains étaient beaucoup moins enthousiastes au sujet des changements climatiques et de leur incidence sur la valeur des titres. Un des analystes interrogés n'avait même jamais entendu parler du Protocole de Kyoto, tandis qu'un autre a soutenu que les passifs environnementaux n'ont pas d'importance sur le marché boursier mexicain et ne revêtent donc aucune pertinence aux fins de l'analyse économique/financière.

Certains analystes canadiens s'intéressent aux occasions d'affaires environnementales, comme le potentiel de croissance de l'énergie renouvelable. Un analyste de Capitaux Scotia a appuyé son collègue de BMO au sujet de Canadian Hydro Developers, en affirmant qu'il considérerait sous un jour plus favorable la performance financière de cette entreprise parce qu'elle met en valeur l'énergie éolienne. Les analystes aiment la croissance et pensent que les énergies renouvelables présentent un potentiel de croissance.

Les crédits de carbone peuvent également représenter une importante occasion d'investir durant la mise en œuvre de la première période d'engagement du Protocole de Kyoto en 2008-2012, et les analystes canadiens et américains suivent l'évolution en Europe et au Canada de cette tendance émergente pour évaluer les possibilités potentiellement rentables.

Même si les évaluations de la taille du marché diffèrent en raison des écarts dans les hypothèses sous-jacentes aux modèles, voici quelles sont les prévisions les plus généralement acceptées :

- Banque mondiale : >10 milliards \$US en transferts de fonds pour l'échange de droits d'émission de carbone d'ici 2005
- U.S. Council on Foreign Relations : 2,3 billions \$US en transferts de fonds liés au carbone d'ici 2012
- Energy Policy (v. 27, 1999) : 24-37 milliards \$US par année en transactions à l'échelle mondiale durant 2008-2012, et
- Resource and Energy Economics (v. 21, 1999) : 90,4 milliards \$US (dollars de 1995) par année de transactions d'ici 2010 pour le marché restreint; 46,6 milliards \$ par année à l'échelle internationale
- The Economist (octobre 1999) : 60 milliards \$US par année de transactions; (évaluation préliminaire) marché mondial de 1 billion \$ si des règles claires sont établies.

En raison des divergences d'approche dans les politiques nationales pour l'implantation des marchés de droits d'émission de GES, les possibilités de crédits de carbone diffèrent substantiellement entre les États-Unis, le Canada et le Mexique. Tout d'abord, le Canada et le Mexique ont signé et ratifié le Protocole de Kyoto, mais pas les États-Unis. En outre, le Canada appartient au club des acheteurs nets de crédits de carbone, tandis que le Mexique appartient au groupe des vendeurs. Enfin, le Canada a l'obligation de réduire ses émissions de GES (plafond d'émissions), contrairement aux États-Unis et au Mexique.

Aux États-Unis, toutefois, de nombreux États individuels ne souscrivent pas aux politiques fédérales de réduction des émissions de GES. Plusieurs États du Nord-Est et de l'Ouest ont mis de l'avant une foule de programmes de réduction des émissions, allant de l'imposition de normes sur les transports (Californie) jusqu'au plafonnement des émissions des centrales d'énergie (Massachusetts). Un fiduciaire prudent serait donc bien avisé d'examiner de près le marché émergent des émissions de GES aux États-Unis.

En février 2005, le gouvernement du Canada a dévoilé le Projet vert, où il expose comment il entend honorer ses engagements découlant du Protocole de Kyoto. Le plan fixe des cibles d'émissions pour les grands émetteurs finaux (GEF), c'est-à-dire les grandes industries canadiennes à forte intensité énergétique qui produisent un peu moins de 50 % du total des émissions canadiennes de GES. Le plan propose également un système national de crédits de compensation, conçu pour encourager des réductions intérieures à un bon rapport coût-efficacité ou les absorptions d'émissions dans les activités qui ne sont pas visées par la réglementation fédérale sur les GES. Par le truchement du système de com-

pensation, les individus, les entreprises et les organisations pourront obtenir des crédits de compensation échangeables lorsqu'ils mettent en œuvre des projets qui entraînent des réductions d'émissions ou des absorptions plus fortes que ce qu'ils auraient fait dans le cadre de leurs activités commerciales normales. Une des principales caractéristiques du plan est le Fonds pour le climat, une enveloppe budgétaire d'un milliard de dollars qui financera les achats de crédits de réduction d'émissions et d'absorption au nom du gouvernement du Canada. Le Fonds pour le climat achètera des réductions d'émissions intérieures et, lorsque la chose est dans l'intérêt national, des réductions internationales reconnues en vertu du Protocole de Kyoto, y compris des unités de carbone produites dans le cadre de projets d'application conjointe (AC) et de projets du Mécanisme de développement propre (MDP). Les autres principaux éléments du plan prévoient l'établissement de partenariats avec les provinces et les territoires, la conclusion d'une entente avec l'industrie automobile sur la réduction des émissions, et le financement des énergies renouvelables et des technologies qui engendrent des puits de carbone.

Bien qu'il soit trop tôt pour évaluer les répercussions potentielles du Projet vert sur le rendement des titres, le système de crédits compensatoires, combiné à la fixation de cibles d'émissions pour les grands émetteurs, jette les bases d'une tarification du carbone et, par conséquent, d'une évaluation de son importance relative pour les entreprises et les secteurs individuels. Cependant, la décision du gouvernement de plafonner le prix des crédits de GES à 15 \$ la tonne pour la période 2008-2012 limitera vraisemblablement l'envergure potentielle des risques et possibilités du marché du carbone, et par conséquent l'intérêt des investisseurs envers ce marché.

Même si le plan est encore jeune, il permet maintenant aux investisseurs canadiens qui détiennent des titres à forte incidence environnementale d'au moins commencer à évaluer plus précisément les coûts additionnels que l'engagement du Canada envers Kyoto signifiera pour ces entreprises, un aspect que les analystes n'envisageaient pas systématiquement il y a un an.

Cependant, un certain nombre d'entreprises canadiennes ont déjà volontairement mis de l'avant des initiatives de réduction des émissions, pour atténuer leur exposition aux risques du marché. Par exemple, Suncor s'est engagée à réduire d'ici 2010 ses émissions de GES (moins les compensations) de 6 % par rapport aux niveaux de 1990, tout en prévoyant investir 100 millions de dollars en 2005 dans des projets basés sur les énergies de rem-

placement et les énergies renouvelables.

En outre, comme mentionné précédemment, le plan sur les changements climatiques permettra aux promoteurs canadiens qui produisent des actifs renouvelables et aux autres entreprises canadiennes qui implantent des mesures novatrices de réduction des émissions de générer des compensations d'émissions de carbone, qui pourraient alors être vendues sur le marché intérieur aux GEF ou au Fonds pour le climat. Des unités de réduction des émissions pourraient également être achetées par le truchement du Mécanisme de développement propre, qui pourrait inclure des projets réalisés au Mexique. Les investisseurs couvrant des entreprises qui s'attendent à être admissibles à des crédits de carbone, y compris les investisseurs spéculatifs, sont maintenant en mesure de commencer à quantifier l'impact financier de la stratégie de compensation.

Pour le milieu canadien de l'investissement, une inconnue demeure : la stabilité du gouvernement canadien, et la question de savoir si oui ou non le plan actuel de mise en œuvre de Kyoto sera maintenu. L'abandon du plan pourrait avoir des répercussions considérables sur les évaluations des titres par les analystes et sur les choix de titres opérés par les gestionnaires. Avant l'annonce du plan, le milieu canadien de la finance s'était généralement déclaré en position d'attente face à Kyoto et à ses répercussions possibles sur la valeur des titres. Maintenant que le plan a été dévoilé, les investisseurs semblent vouloir continuer de retarder les évaluations finales, principalement à cause de l'instabilité politique actuelle.

Comme indiqué précédemment, en vertu des dispositions du Protocole de Kyoto, le Mexique constitue un exportateur non plafonné de crédits de carbone. En 2004, le Mexique a fait des progrès considérables dans la création d'institutions transparentes d'échange de droits d'émission, permettant ainsi aux investisseurs de concevoir, de financer et de réaliser dans ce pays des initiatives de réduction. Le Mexique abrite déjà un certain nombre de projets de réduction des émissions de biogaz financés par des intérêts américains et européens, tandis qu'on a détecté le potentiel de générer d'importants crédits d'émissions dans plusieurs domaines (efficacité énergétique, mise à niveau des centrales d'énergie, agriculture, gestion des déchets, énergie solaire, énergie éolienne, etc.). Au vu de cette situation, on apprendra avec surprise que d'après les recherches, les agences de notation de crédit et les groupes d'investisseurs n'ont pas encore pris conscience de tout le potentiel présenté par le marché mexicain d'exportation du carbone, quoique la chose puisse

peut-être s'expliquer par la lenteur du processus de Kyoto en général et par la lenteur encore plus marquée du mécanisme mexicain de formulation des politiques, particulièrement dans le domaine des stratégies de réduction des émissions.

C'est le marché européen qui présente actuellement le plus fort potentiel d'échange de crédits de carbone. L'Union européenne (UE) a lancé le 1<sup>er</sup> janvier 2005 son régime continental d'échange de droits d'émission, qui couvre tous les procédés de fabrication à forte intensité énergétique : production de chaleur et de vapeur; raffineries d'huiles minérales; production et transformation de métaux ferreux; fabrication de ciment, de briques et de céramiques; pâtes et papiers; production d'énergie. En raison d'une certaine controverse concernant la surallocation de permis d'émission aux industries touchées, le régime de l'UE sera passé en revue par la Commission européenne en 2006. À l'exception d'un certain nombre de pays, comme l'Italie et la Grèce, qui ont été lents à se doter de lois nationales régissant les protocoles de réduction des émissions et d'échange de carbone, l'échange de carbone est un processus qui est solidement sur les rails en Europe depuis le début des années 2000.

## **6 Sommaire : Le défi posé par l'intégration des enjeux environnementaux**

Les carences actuelles dans l'information environnementale posent un grave problème à la plupart des analystes. Selon la majorité des analystes interrogés, les entreprises pourraient fournir une information meilleure, et plus utile aux analystes. Comme indiqué précédemment, bon nombre d'entre eux ont catégoriquement affirmé ne pas lire les rapports de durabilité des entreprises, parce que ces rapports ne signifient rien à leurs yeux. Ils n'ont généralement pas les compétences techniques nécessaires pour comprendre les données déclarées par les entreprises, et l'information n'est pas présentée sous une forme qui correspond à leur façon de voir les choses.

Les analystes aimeraient que soient fixées des cibles environnementales qui leur permettraient de comparer la performance relative des entreprises d'un même secteur. Ils aimeraient également connaître l'aune de référence de ces cibles d'amélioration — par exemple, si cette cible est assez ambitieuse pour changer quelque chose à l'échelle planétaire et, dans la négative, si elle a une quelconque utilité, même s'il s'agit d'une norme industrielle. À l'heure actuelle, les entreprises mesurent différemment les données, ce qui



leur enlève toute pertinence pour les analystes financiers, qui ne peuvent alors comparer les performances. Enfin, il y a le problème qu'au Canada, les entreprises ne sont pas dans les faits obligées de fournir cette information, si les investisseurs souhaitent quand même investir sans cette information. Dans un pays où il y a relativement peu d'entreprises à grande capitalisation (comparativement avec le reste du monde industrialisé) et peu de limites réglementaires sur le contenu étranger des fonds de retraite, les investisseurs estiment probablement avoir un faible pouvoir de négociation, compte tenu du choix limité de possibilités d'investissement. La tenue de discussions sur l'établissement d'exigences réglementaires de divulgation, similaires à ce qu'on trouve aux États-Unis, pourrait aider les entreprises canadiennes à améliorer leur situation à ce chapitre.

Comme indiqué précédemment, certains analystes pensent qu'il n'existe pas d'estimations des coûts de conformité supportés par les entreprises. D'autres sont d'avis que les entreprises mettent l'accent sur certains aspects de la performance environnementale, mais sans dire aux analystes quel est le but ultime visé. Le fait de mieux saisir la nature des buts environnementaux ultimes (p. ex., si l'entreprise s'efforce de satisfaire à une certaine norme de rejet pour respecter le seuil réglementaire prescrit) aiderait à mieux déterminer les investissements. Les entreprises qui dépassent leurs objectifs seraient probablement évaluées de façon plus favorable, puisque les analystes pourraient alors dire si l'entreprise gaspille de l'argent ou acquiert un avantage concurrentiel. Selon certains analystes, les entreprises ne partagent pas cette information parce que leurs gestionnaires ignorent si elle peut ou non atteindre les objectifs, ce qui vient miner encore davantage l'importance des cibles environnementales. Pour les analystes, la formulation de conclusions sur les valeurs de la performance environnementale nécessite une meilleure connaissance de ce que doit être la performance de référence pour placer la population « à l'abri » des effets environnementaux propres à l'industrie concernée. Par exemple, si les cibles d'entreprise pour les concentrations d'arsenic sont fixées à 10 parties par milliard (ppb) mais qu'un niveau de 5 ppb est nécessaire pour répondre aux meilleures normes disponibles et à la réglementation, une connaissance préalable de ces facteurs aiderait à déterminer la performance réelle de l'entreprise. Les opinions des experts à ce sujet sont cependant au mieux mitigées, et, comme on l'a mentionné précédemment, les analystes eux-mêmes ne pensent pas avoir une bonne connaissance de toutes ces questions (non plus qu'ils ne devraient être obligés d'avoir une telle connaissance).

Les analystes ont également souligné une pénurie de tierces parties crédibles, qui pour-

raient offrir une validation indépendante des données de performance fournies par les entreprises. La vérification environnementale est effectuée soit par des cabinets comptables réputés mais dont les compétences environnementales sont moins solides, soit par des firmes d'éco-comptabilité possédant un tel savoir environnemental mais dont l'expérience est relativement limitée et qui, par conséquent, jouissent d'une crédibilité moindre. C'est pourquoi les analystes ne savent pas toujours qui ou quoi croire lorsqu'il s'agit d'interpréter les données environnementales.

Les analystes et les GP soulignent également que le marché offre peu d'incitations à la prise en compte des enjeux environnementaux dans les processus d'évaluation et de sélection des titres. Par exemple, les entreprises durables, comme TransAlta, n'en tirent aucun avantage sur le marché. (Cela offre un autre exemple de la tension entre les perspectives à court et à long terme et la structure d'incitation.) Selon les analystes, de nombreuses entreprises ne divulguent pas une information environnementale suffisante pour permettre aux analystes de déterminer, par exemple, si une entreprise donnée peut survivre dans le contexte d'un resserrement de la nouvelle réglementation sur les émissions.

D'après le milieu nord-américain de l'investissement, il ne semble exister actuellement aucune incitation à la prise en compte des enjeux environnementaux, particulièrement si les avantages en sont minimes et que la tenue d'évaluations adéquates nécessite des ressources importantes. L'adoption de modifications législatives qui avantageraient financièrement les entreprises qui améliorent leur performance environnementale, et qui pénaliseraient financièrement celles qui ne donnent pas suite à leurs engagements environnementaux, pourrait faire des enjeux environnementaux un facteur de premier plan dans le processus d'évaluation des titres. L'imposition d'exigences réglementaires davantage axées sur le volet social et environnemental, comme celles actuellement en vigueur au Royaume-Uni, contribuerait à tout le moins à rehausser la notoriété de ces enjeux aux yeux des investisseurs et permettrait de les sensibiliser à leur éventuelle pertinence dans leurs choix d'investissement. Ces nouvelles exigences réglementaires frayeront également la voie à une compréhension plus globale de la responsabilité fiduciaire, incluant la notion selon laquelle les facteurs environnementaux peuvent avoir de l'importance dans les questions d'investissement. En fait, on pourrait faire valoir que la non-évaluation de ces facteurs équivaut à un manquement à la responsabilité fiduciaire, et non à une judicieuse exécution de cette responsabilité.

Il y a également le défi de taille posé par « l'obsession du court terme », dont on a discuté tout au long du rapport.

Enfin, même si de nombreuses études (annexe F) laissent croire qu'il existe une « prime environnementale » pour le rendement des investissements, comme indiqué précédemment dans le rapport, beaucoup d'analystes font fi des études qui relient la performance environnementale aux rendements financiers, sous prétexte qu'il existe tout autant d'analyses qui tirent des conclusions opposées. Cependant, de telles études demeurent une méthode viable pour prouver l'hypothèse voulant qu'une surperformance environnementale pourrait être synonyme de surperformance financière. On assiste régulièrement à la publication de nouvelles études, dont les méthodologies s'améliorent constamment d'étude en étude. Chaque nouvelle étude sur ce thème permet également de promouvoir l'engagement des intéressés. Les études de cas auxquelles participent les caisses de retraite, par exemple, pourraient amener sur un même pied les consultants en investissement et les administrateurs des caisses. Une telle étude pourrait consister en une vérification des risques environnementaux que comporte un portefeuille existant.

Autres défis :

- Les clients institutionnels n'insistent pas auprès des analystes pour qu'ils tiennent compte des enjeux environnementaux;
- la croyance généralisée selon laquelle les facteurs environnementaux n'ont aucune pertinence pour les rendements ou peuvent même leur être préjudiciables, malgré certaines preuves convaincantes suggérant tout le contraire;
- le fait qu'on insiste pour mesurer le rendement des gestionnaires par rapport à celui de leurs pairs ou à un indice de référence, plutôt que selon les bénéfices absolus, ce qui amène les portefeuillistes à « se coller » aux indices de référence et entraîne une homogénéisation des approches;
- la crainte de s'« écarter du troupeau » — la répugnance naturelle des analystes et des GP à « briser les rangs » et à adopter des stratégies sensiblement différentes de celles privilégiées par leurs pairs;
- le désintérêt général — et même l'hostilité — suscité par l'investissement « écologiquement enrichi » chez bon nombre des consultants en régimes de retraite qui conseillent les administrateurs de fonds de retraite;
- la perception actuelle de l'environnement comme une question qui concerne la *réputa-*

tion des entreprises, et non leur *valeur boursière*.

## 7 Conclusions et recommandations

### 7.1 Conclusions

Voici les plus importantes conclusions des recherches :

1. L'intégration effective des facteurs environnementaux dans l'analyse financière classique en Amérique du Nord est à la fois relativement faible et presque entièrement faite au coup par coup.

2. Malgré cela, on remarque une certaine *sensibilisation* aux questions environnementales; ce qui manque, c'est la motivation et les outils nécessaires pour *convertir* cette sensibilisation en décisions et stratégies concrètes d'investissement.

3. Ce fossé entre la sensibilisation et l'action s'explique par un certain nombre de raisons majeures :

*i.* L'absence de demande de la part des clients des investisseurs institutionnels;

*ii.* la forte polarisation qui oppose d'une part la nature/l'impact à long terme des questions environnementales, et d'autre part les courts horizons temporels à l'aune desquels les professionnels de l'investissement sont généralement évalués et rémunérés;

*iii.* un scepticisme généralisé concernant la pertinence financière des facteurs environnementaux;

*iv.* la croyance généralisée selon laquelle l'intégration des considérations environnementales était incompatible avec la responsabilité fiduciaire;

*v.* l'absence générale de concordance entre le type d'information environnementale fourni par les entreprises et le type qui serait utile aux profes-

sionnels de l'investissement;

*vi.* le manque d'outils d'analyse qui permettraient aux grands analystes d'intégrer l'information environnementale, même si cette information était communiquée sous une forme utile.

4. D'ici à ce que les clients investisseurs institutionnels commencent à exiger de leurs gestionnaires l'intégration des facteurs environnementaux, il est hautement improbable que les autres grands acteurs du milieu classique de l'investissement le fassent spontanément.

5. Dans les faits, les administrateurs de caisses de retraite jouent le rôle de décideurs par procuration pour leurs clients institutionnels. D'ici à ce qu'ils connaissent de façon beaucoup plus approfondie et étendue les questions environnementales, et qu'ils soient plus à l'aise avec une prise en compte des facteurs environnementaux, la demande de la clientèle est peu susceptible de se matérialiser à grande échelle..

L'examen des rapports de courtage et des commentaires provenant des analystes classiques américains et canadiens démontre qu'ils connaissent les enjeux environnementaux, mais en ignorent apparemment l'incidence sur l'évaluation financière des entreprises. Pour cette raison, ils sont peu disposés à intégrer ces facteurs dans une analyse financière. Les analystes sont au courant des enjeux, ils savent que bon nombre d'entre eux peuvent revêtir une importance névralgique pour leurs secteurs, et la plupart savent que ces enjeux peuvent à l'avenir avoir des répercussions quantifiables sur la performance financière des entreprises qu'ils couvrent. Cependant, ils ne sont pas intéressés à intégrer ces facteurs aux modèles d'évaluation des titres avant qu'ils soient plus facilement quantifiables.

À la lumière des rapports de courtage, on peut toutefois détecter une légère différence dans la perception relative des enjeux environnementaux par les analystes canadiens et leurs vis-à-vis américains. Alors que toute discussion même qualitative des enjeux environnementaux est à peu près absente des rapports de courtage canadiens, ce sujet commence à être plus présent depuis trois ans dans les rapports américains. Il appert que les analystes américains connaissent mieux les enjeux environnementaux, et que les entreprises américaines font preuve d'une plus grande proactivité face aux enjeux propres à leur secteur. Un tel niveau de conscientisation ne ressort pas des rapports canadiens.

Cette disparité peut s'expliquer par diverses raisons. De toute évidence, on peut s'attendre à ce que le récent intérêt manifesté à l'égard des enjeux environnementaux par les investisseurs institutionnels aux États-Unis fasse augmenter la demande de telles analyses. La création de l'INCR et du Carbon Disclosure Project témoigne éloquentement de cette hausse d'intérêt de la part des investisseurs institutionnels. L'INCR est une organisation américaine, qui n'a pas de pendant canadien (ou mexicain). Soulignons également que sur les 155 investisseurs institutionnels ayant adhéré au Carbon Disclosure Project, seulement treize sont canadiens. D'ici à ce que les investisseurs canadiens exigent qu'on leur communique ce type d'information, les analystes sont peu susceptibles de prendre eux-mêmes l'initiative d'intégrer les enjeux environnementaux aux modèles d'évaluation.

On a également remarqué que les GP ne demandent pas d'analyse incorporant les aspects quantitatifs des risques et possibilités de nature environnementale. Diverses raisons ont été mises de l'avant pour expliquer cette situation. Les GP sont peut-être déjà considérablement limités dans leurs choix de titres, et puisqu'ils sont rémunérés au rendement, toute contrainte additionnelle serait mal acceptée. Cela pourrait se révéler spécialement vrai pour les contraintes associées aux considérations environnementales, qui sont généralement complexes et difficiles à comprendre pour les profanes. Cela ne signifie pas que les GP ne prennent pas en considération les enjeux environnementaux et les risques qu'ils peuvent engendrer; ils le font effectivement. Cependant, ils les considèrent simplement comme un facteur parmi beaucoup d'autres, en leur accordant une pondération qui varie considérablement selon le titre boursier. Il est toutefois peu probable qu'ils décident de ne pas investir dans une compagnie simplement à cause de facteurs environnementaux, à moins que la situation ait une ampleur similaire à l'affaire Talisman, où la réputation de la compagnie a été à ce point entachée que l'entreprise a dû cesser ses activités au Soudan, malgré leur rentabilité. L'essor de l'activisme actionnarial, particulièrement aux États-Unis, pourrait cependant contribuer à assurer une meilleure prise en compte des préoccupations environnementales par les GP. L'allongement des mandats encouragerait en retour un plus grand activisme qui donnerait aux professionnels de l'investissement une plus grande latitude dans la prise en considération des facteurs environnementaux.

Pour l'instant, les consultants en investissement semblent satisfaits de laisser les problèmes tels que les risques et les possibilités d'affaires de nature environnementale associés à un titre entre les mains des gestionnaires de placements, qui sont, tout compte fait, les derniers responsables du choix des titres. Cependant, les administrateurs des régimes

de retraite ont ici une possibilité d'aiguiller les consultants vers une intégration plus systématique des enjeux environnementaux dans la création des portefeuilles, au moment de l'établissement du mandat d'investissement.

Si un nombre suffisant d'investisseurs exigent que leurs choix de placement répondent à un critère de responsabilité environnementale, cela amènera les entreprises à en saisir les avantages financiers et à agir, puisque l'inaction leur fera perdre des investisseurs. Cependant, cela obligera également les actionnaires à s'occuper de plus près de leurs propres investissements, et les administrateurs à exercer un plus grand contrôle sur le mandat d'investissement.

À cette fin, le concept de plus en plus influent du « propriétaire universel » peut venir accélérer le mouvement<sup>49</sup>. En deux mots, le concept du propriétaire universel postule que par leur taille et l'horizon à long terme de leurs obligations de remboursement, les investisseurs institutionnels (comme les caisses de retraite) ont un intérêt direct envers la viabilité à long terme de l'économie dans son ensemble. Leurs actifs financiers sont répartis dans un si grand nombre de catégories d'avoirs et d'entreprises qu'essentiellement, ils « possèdent » l'économie au complet. Par conséquent, leurs intérêts économiques transcendent le sort des entreprises individuelles, et même de secteurs industriels au complet. Il en découle donc que les investisseurs institutionnels doivent, ou à tout le moins devraient, se préoccuper des enjeux « universels » qui touchent la santé de toute l'économie, par exemple la qualité de l'éducation et la santé publique. Pour le propriétaire universel, on peut difficilement penser à une préoccupation plus valable que l'environnement.

## 7.2 Recommandations

Nos recommandations s'adressent principalement aux responsables de la formulation des politiques publiques, en vue de faciliter l'intégration des facteurs environnementaux aux décisions de placement. Ces recommandations visent tout d'abord à améliorer les « conditions-cadres » déterminant quelles modifications sont possibles ou impossibles au sein de la chaîne de valeurs de l'investissement. Faute d'améliorations sensibles aux conditions-cadres, il ne faut vraisemblablement pas s'attendre à un changement spontané parmi les principaux acteurs de la scène des investissements institutionnels.

Le gouvernement, cependant, est limité dans ce qu'il peut faire pour encourager les in-

<sup>49</sup> Hawley, James P. et Williams, Andrew T., *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press, Philadelphie, 2005.

vestisseurs à reconnaître les possibilités d'affaires et les risques environnementaux à long terme inhérents à leurs pratiques d'investissement. Les investisseurs eux-mêmes et les entreprises qu'ils possèdent doivent également jouer un rôle; c'est pourquoi nous adressons également des recommandations à ces intervenants clés.

Les recommandations ci-dessous sont structurées de façon à combattre les obstacles qui nuisent à l'intégration des considérations environnementales dans les pratiques d'investissement, tout en tenant compte de la manière dont chacune des trois parties peut commencer à surmonter ces obstacles.

## A. Gouvernement

### *1. Ébaucher une loi obligeant les investisseurs institutionnels, les promoteurs de fonds communs de placement et les fondations/caisses de dotation à divulguer publiquement comment ils prennent en compte les questions environnementales dans leurs pratiques d'investissement<sup>50</sup>.*

Nous avons constaté qu'en Amérique du Nord, un des obstacles les plus fondamentaux à l'intégration des considérations environnementales aux pratiques d'investissement résidait dans l'absence de lois ou de règlements obligeant les investisseurs institutionnels à aborder ces questions, comme c'est le cas en Europe, au Royaume-Uni et en Australie. Même si les investisseurs institutionnels décident de déclarer publiquement qu'ils ne considèrent pas les questions environnementales, le fait qu'ils soient obligés de le déclarer permet à tout le moins d'inscrire ces questions à l'ordre du jour du milieu de l'investissement. Bien que nous ayons constaté que de telles lois n'entraînaient pas nécessairement la prise en compte des facteurs environnementaux dans les décisions d'investissement, elles créent la perception dans le milieu de l'investissement qu'une telle intégration est en fait possible, ce qui contribue pour beaucoup à préparer la voie à une discussion sur ces questions.

En guise de premier pas, il serait bon que le gouvernement exige une telle divulgation de la part des régimes de retraite publics, comme l'Office d'investissement du régime de retraite du Canada (OIRPC). Le gouvernement pourrait, par exemple, encourager d'autres investisseurs institutionnels en s'assurant que l'OIRPC inclue une politique explicite d'« investissement environnemental » dans l'énoncé officiel des principes

<sup>50</sup> Les deux premières recommandations qui figurent sous « Gouvernement » ci-dessus représentent également les principales recommandations d'un rapport préparé pour la Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie au sujet de la divulgation des fonds de retraite (voir Wheeler, David et coll., Étude comparative des pratiques du Royaume-Uni et du Canada en rapport avec la transparence des régimes de retraite, Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie, 2004). À l'issue d'une consultation nationale exhaustive (maintenant en bonne partie terminée), ces recommandations prendront la forme, dans l'exercice 2005-2006, des principales recommandations du Groupe de travail sur les marchés financiers et la durabilité. Les recommandations s'inséreront dans un rapport sur « l'état du débat » qui présentera une discussion et une analyse approfondies des tendances et des enjeux actuels, et formulera des recommandations précises au gouvernement.



d'investissement du régime. La décision indépendante de l'OIRPC d'adopter sa nouvelle politique en investissement responsable, une politique qui engage l'OIRPC à faire de la recherche et à entamer un dialogue avec les entreprises au sujet des questions environnementales, sociales et de gouvernance, attirera probablement l'attention vers cet enjeu au sein de la communauté d'investisseurs au Canada.

## ***2. Redéfinir la notion de responsabilité fiduciaire pour permettre la prise en compte des questions d'ordre social et environnemental<sup>51</sup>.***

L'adoption d'une loi similaire à celles qui existent au Royaume-Uni, en Europe et en Australie donnerait aux promoteurs de fonds et aux autres fiduciaires la garantie qu'ils *pourraient* considérer les facteurs environnementaux sans mettre en danger leurs responsabilités fiduciaires, en autant qu'on prête aussi dûment attention aux facteurs financiers classiques.

## ***3. Ajuster les signaux fiscaux et réglementaires selon le coût réel des répercussions environnementales.***

Même en l'absence d'une loi s'apparentant à ce qu'on a décrit ci-dessus, nous avons constaté que les investisseurs *accepteraient* de considérer les facteurs environnementaux (ce qu'ils font déjà quand ces facteurs sont importants) s'ils estimaient que ces questions ont un effet mesurable sur la rentabilité ultime des entreprises.

Selon les recherches, cependant, les investisseurs n'étaient pas d'avis que ces questions revêtaient une importance dans l'actuel cadre politique et réglementaire nord-américain. Dans le cadre actuel, une partie seulement des effets environnementaux causés par une entreprise se répercutent directement sur son rendement financier. Voici quelques exemples des mesures que le gouvernement pourrait prendre face à cette situation:

*i.* Effectuer une évaluation des coûts pour déterminer dans quelle mesure les coûts environnementaux sont directement reliés aux activités de l'entreprise, et tarifer plus adéquatement ces activités par des mesures fiscales, des amendes et des mesures incitatives. Le meilleur exemple est le lien de plus en plus manifeste que l'on établit entre la qualité de l'air et les questions de santé.

<sup>51</sup> Ibid.

*ii.* Rajuster la politique budgétaire au moyen de signaux environnementaux clairs et solides tout au long des chaînes de valeurs de la production et de la consommation, par des mesures fiscales et d'autres instruments axés sur le marché.

*iii.* Créer un régime de conformité et d'exécution qui engendre des risques/possibilités financiers importants pour les entreprises.

*iv.* Recourir davantage aux instruments du marché, par exemple un système d'échange de droits d'émission de carbone.

***4. Collaborer avec les instances locales de réglementation des valeurs mobilières pour s'assurer que les exigences de déclaration et de divulgation imposées aux entreprises reflètent adéquatement l'importance croissante accordée aux facteurs environnementaux dans la performance financière des entreprises.***

Nous avons également constaté qu'il existait effectivement des exigences de divulgation qui permettraient aux investisseurs de reconnaître les risques environnementaux, mais ces exigences ne sont pas adéquatement mises à exécution. Les organismes de réglementation devraient faire observer plus rigoureusement ces exigences de divulgation. Le volet coercitif doit donc être perçu comme étant aussi important que la législation elle-même.

***5. Mettre en œuvre une grande initiative d'éducation et d'engagement.***

Les recommandations 1 à 4, qui créent un cadre incitant financièrement les investisseurs à incorporer les facteurs environnementaux dans leurs pratiques d'investissement, devraient être mises en œuvre de concert avec une grande initiative d'éducation et d'engagement pour faciliter une judicieuse intégration de ces questions. On devrait prendre les mesures d'éducation et d'engagement suivantes :

*i.* Organiser un forum où les investisseurs, les responsables de la formulation des politiques et les chefs d'entreprise pourraient se réunir pour échanger leurs opinions et leurs idées sur l'importance de la finance environnementale.

*ii.* Produire des modules de formation visant à mieux éduquer et former les

fiduciaires sur leur « responsabilité fiduciaire », sur le lien entre performance environnementale et rentabilité, et sur la façon de prendre en compte les considérations environnementales dans les stratégies d'investissement.

*iii.* Organiser un forum regroupant des comptables agréés, des spécialistes en environnement, des analystes en investissement et peut-être des responsables de la réglementation pour lancer une initiative sur la façon de traiter les problèmes environnementaux (comme les changements climatiques) en vue d'en déterminer l'effet sur la position financière d'une entreprise. Le but ultime serait de rédiger des directives dûment documentées sur les méthodes d'interprétation de l'information environnementale (p. ex., les émissions de gaz à effet de serre) par les entreprises et les vérificateurs, et de présenter cette information dans les états financiers d'une manière pertinente pour le milieu de l'investissement. À partir de là, on pourrait mettre sur pied des programmes de formation pour les vérificateurs sur l'importance des questions environnementales.

*iv.* Mettre sur pied des modules de formation à l'intention des vérificateurs, pour les sensibiliser à l'importance des données environnementales dans les rapports de durabilité des entreprises et faire en sorte que ces données, quand elles s'y prêtent, soient divulguées dans le rapport de gestion de l'entreprise.

## **6. Soutenir ou mener des recherches supplémentaires pour combler les autres lacunes entourant la finance environnementale.**

La réalisation d'études plus approfondies dans certains secteurs clés faciliterait grandement les efforts d'éducation et d'engagement du secteur privé. Voici les domaines où il serait utile d'approfondir les recherches :

*i.* Le lien entre la performance environnementale et le rendement financier. À ce jour, très peu de recherches empiriques ont été consacrées aux effets financiers de la performance environnementale sur les entreprises *canadiennes*. Les recherches de ce type qui ont été menées dans d'autres pays ont commencé à avoir un effet perceptible sur la réflexion et les pratiques du milieu de l'investissement<sup>52</sup>. Une telle recherche aurait une efficacité optimale si elle combinait les points de vue d'universitaires, de firmes de recherche spéciali-

<sup>52</sup> Voir, par exemple, Derwall, Jeroen et coll., « The Eco-Efficiency Premium Puzzle ». *Financial Analysts Journal*, 61(2) (2005), et Gluck, K et Becker, Y (2005), « Can Environmental Factors Improve Stock Selection », *Journal of Asset Management*, 5:4, 220-222 (2005)

sées et de praticiens de l'investissement.

*ii.* Une étude examinant précisément quel type d'information sur les entreprises serait le plus utile aux investisseurs, et comment la présenter avec un maximum d'efficacité.

*iii.* Des études sectorielles qui cernent les risques et possibilités d'affaires en matière environnementale dans chaque secteur et précisent quel type d'information les entreprises de ces secteurs devraient divulguer pour permettre aux investisseurs et aux autres parties intéressées de prendre en compte adéquatement ces risques.

*iv.* Une étude de faisabilité sur la création de modules sur la finance environnementale et leur inclusion dans la formation des professionnels de l'investissement.

## **B. Gestionnaires et administrateurs d'entreprise**

*7. Les gestionnaires devraient s'assurer que l'information environnementale couvre la totalité des risques (et des possibilités d'affaires) importants, d'une façon qui est pertinente et utile pour le secteur financier.*

Nous avons observé un écart entre l'information environnementale divulguée par les entreprises et l'information qui est jugée pertinente ou utile par les investisseurs. Cette divergence entrave les efforts des investisseurs qui seraient disposés à prendre en compte les facteurs environnementaux.

Par conséquent, les entreprises qui affichent une surperformance environnementale ne s'en voient pas récompensées en Bourse, et il s'agit là d'une importante occasion manquée. Elles ont donc tout intérêt à collaborer avec le milieu de l'investissement pour concevoir un système de divulgation de l'information environnementale qui reflète exactement leurs activités. En prenant une telle initiative, les leaders environnementaux forceraient les retardataires à divulguer eux aussi ce type d'information, ce qui permettrait ainsi aux investisseurs d'évaluer avec précision et au moment opportun tous les risques importants. L'étude mentionnée ci-dessus (section A, 6 ii) pourrait offrir un

vaste soutien à ces travaux.

*8. Les administrateurs d'entreprise devraient être conscients de la totalité des risques et occasions d'affaires d'ordre environnemental auxquels l'entreprise et le secteur font face, et s'assurer que les gestionnaires tiennent compte de ces risques/opportunités d'affaires et les divulguent avec exactitude aux investisseurs. Ils devraient également avoir accès à la formation nécessaire pour s'acquitter efficacement de leurs obligations.*

À la suite de récentes modifications réglementaires, les administrateurs d'entreprise au Canada doivent approuver toutes les communications d'entreprise en avalisant par écrit les états financiers et le rapport de gestion. Il serait donc bon qu'ils en apprennent le plus possible sur tous les risques et possibilités environnementaux qui peuvent avoir une incidence importante sur l'entreprise, et sur la meilleure façon de divulguer ces informations aux investisseurs. Les risques environnementaux devraient être divulgués à la fois dans les états financiers et dans le rapport de gestion. La Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie a produit un rapport majeur sur les renseignements devant être communiqués dans le rapport de gestion, qui contient une excellente analyse de ces enjeux<sup>53</sup>.

Les programmes de formation qui s'adressent aux administrateurs devraient reconnaître les risques environnementaux qui peuvent avoir un effet important sur le rendement financier des entreprises. Au Canada, cela inclut les programmes offerts par le Corporate Governance College, co-dirigé par l'Institute of Corporate Directors et la Rotman School of Business ainsi que le Directors College, une entreprise mixte du Conference Board of Canada et de la Groot School of Business de l'Université McMaster.

## C. Investisseurs

*9. Contre la connotation dépréciative accolée aux investissements socialement responsables.*

Nous avons constaté qu'en Amérique du Nord, la majorité des analystes, des GP et des consultants ne font pas de distinction entre d'une part la considération des risques/opportunités d'affaires de nature environnementale, et d'autre part l'« investissement so-

<sup>53</sup> Voir Information sur les enjeux sociaux, environnementaux et éthiques (SEE) dans les rapports financiers, document préparé par l'Institut canadien des comptables agréés, Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie, novembre 2004.

cialement responsable ». Cela place le milieu nord-américain de l'investissement à la remorque des investisseurs du reste de la planète, plus ouverts à la prise en compte des informations environnementales qui sont pertinentes d'un point de vue financier. En Amérique du Nord, même lorsqu'on avance des arguments purement financiers en faveur de l'inclusion des informations environnementales, ces arguments sont généralement occultés ou écartés par un scepticisme généralisé envers la pertinence d'une telle inclusion, ce qui représente une occasion manquée d'améliorer le rendement financier.

#### *10. Examiner les meilleurs outils utilisés à l'étranger pour incorporer les considérations environnementales aux pratiques d'investissement.*

Dans la foulée de la recommandation 9 ci-dessus, la connotation dépréciative de l'ISR empêche le milieu nord-américain de l'investissement de se servir de divers outils employés ailleurs dans le monde, qui lui permettraient d'aborder systématiquement les enjeux environnementaux avec un minimum d'effets sur ses pratiques d'investissement actuelles. Voici quelques-uns de ces outils :

- i.* Incorporer les cotes environnementales aux modèles d'analyse des firmes indépendantes de recherche environnementale. Cela permettrait au moins de signaler les entreprises sous-performantes à l'attention des investisseurs, afin qu'ils soient conscients des risques existants.
- ii.* Utiliser les rapports environnementaux indépendants sur les actions comme des sources de référence pour encourager l'engagement des administrateurs d'entreprise à l'égard des risques environnementaux.
- iii.* S'assurer que le milieu de l'investissement acquiert une compréhension raisonnable de la possibilité des questions environnementales à influencer le risque et le rendement financiers, et des options de mise en œuvre dont disposent les clients à ce sujet.

### *11. Passer en revue le travail des consultants en investissement dans une perspective d'allongement des mandats d'investissement.*

Des rapports publiés par d'importantes firmes de consultance en investissement, dont Watson Wyatt<sup>54</sup>, ont souligné la pertinence de confier des mandats d'investissement où les principaux objectifs d'investissement sont définis et mesurés sur une période à long terme, pouvant même atteindre dix années. Comme les questions environnementales portent habituellement sur le long terme, les gestionnaires prudents à qui l'on a confié un mandat à long terme devraient considérer les risques et possibilités inhérents à de tels enjeux.

### *12. Profiter de la tendance actuelle à l'engagement en soulevant auprès des cadres de direction des entreprises les enjeux environnementaux qui représentent un risque à long terme.*

Le Global Investment Review<sup>55</sup> de Watson Wyatt constate depuis peu un plus grand activisme chez les régimes de retraite du Canada, où les procurations de vote et l'engagement des gestionnaires d'entreprise suscitent beaucoup d'intérêt. Selon le même rapport, on observe aux États-Unis un déplacement vers les individus du risque d'investissement jusque-là assumé par le gouvernement et les promoteurs des régimes de retraite, dans le cadre de régimes « à prestations définies ». Plus les individus s'engagent dans leurs investissements, plus ils peuvent également s'intéresser progressivement aux risques et occasions d'affaires de ces investissements, y compris ceux associés aux facteurs environnementaux.

<sup>54</sup> Watson Wyatt, Short-termism – A Real or Imaginary Problem? 2004. Disponible à: <http://www.watsonwyatt.com/asia-pacific/australia/news/docs/RemappingAus.pdf>.

<sup>55</sup> Watson Wyatt, Global Investment Review 2005. Disponible à: <http://www.watsonwyatt.com/europe/pubs/globalinvestment/>.

## Liste des références

Abraham, Spencer, *Statement of Energy Secretary Spencer Abraham Regarding United States Leadership on Global Climate Change*, 13 février 2004.

Abt Associates, Inc., *The Particulate-related Health Benefits of Reducing Power Plant Emissions (October 2000)* and Clean Air Task Force, *Death, Disease, and Dirty Power: Mortality and Health Damage Due to Air Pollution from Power Plants*, octobre 2000.

Bergeson, Lynn, Legal lookout. *The Enforcement and Compliance History Online database, Pollution Engineering*, 2003.

Derwall, Jeroen, Gunster, Nadja, Bauer, Rob et Koedijk, Kees, *The Eco-Efficiency Premium in the U.S. Equity Market*, Erasmus University, Université de Maastricht et ABP Investments, 27 octobre 2003.

Freshfields, Bruckhaus, Deringer, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, United Nations Environmental Program Finance Initiative, octobre 2005.

Gluck, Kimberly et Becker, Ying, *The Impact of Eco-Efficiency Alphas on an Actively Managed U.S. Equity Portfolio Performance*, State Street Global Advisors, 2003.

Goldman Sachs, *Energy Environmental and Social Report*, 24 février 2004.

Hawley, James P. et Williams, Andrew T., *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press, Philadelphie, 2005.

Initiative Finance du Programme des Nations Unies pour l'environnement. <http://www.unepfi.net>.

Initiative Finance du Programme des Nations Unies pour l'environnement, *CEO Briefing*, juin 2004. Disponible à l'adresse : <http://www.unepfi.net>.

Initiative Finance du Programme des Nations Unies pour l'environnement, *The Material-*



*ity of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing*, Genève, 2004.

Innovest Strategic Value Advisors, *A Forward-looking Analysis of the Financial Impact of Corporate Sustainable Development in a Natural Resource Industry*, 2005.

Innovest Strategic Value Advisors, *Carbon Disclosure Project Report 3*, Carbon Disclosure Project, 2005.

Innovest Strategic Value Advisors, *Corporate Environmental Governance — A Study into the Influence of Environmental Governance and Financial Performance*, United Kingdom Environment Agency, 2004. Disponible à : <http://www.environment-agency.gov.uk/business>.

Institut canadien des comptables agréés, *Information sur les enjeux sociaux, environnementaux et éthiques (SEE) dans les rapports financiers*, Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie, novembre 2004.

Knight, Rory F. et Pretty, Deborah J., *The Impact of Catastrophes on Shareholder Value*, The Oxford Executive Research Briefings, 1996.

*Loi sur les fiduciaires*, L.M. 1995, ch. 14, art. 3.

Mahoney, Lois et Roberts, Robin, *Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms*, University of Central Florida, 2002.

Mauler, Richard, *Blueprint for disaster: The spill that didn't have to happen*, Anchorage Daily News, 5 mai 1989.

Mercer Investment Consulting, *A Climate for Change: A trustee's guide to understanding and addressing climate risk*, Mercer Investment Consulting, octobre 2005.

Mercer Investment Consulting, *2005 Fearless Forecast*. Disponible à : <http://www.merceric.com/knowledgecenter/reportssummary.jhtml?idContent=1174905>.

Orlitzky, Marc, Schmidt, Frank L. et Rynes, Sara L., *Corporate social and financial performance: A meta-analysis*, *Organization Studies* 24(3):403–441 (2003). Disponible à : [http://business.auckland.ac.nz/newstaffnet/profile/publications\\_upload/000000556\\_orlitzkyschmidtrynes2003os.pdf](http://business.auckland.ac.nz/newstaffnet/profile/publications_upload/000000556_orlitzkyschmidtrynes2003os.pdf).

Pacte mondial (Le), *Who Cares Wins*, Financial Sector Initiative, juin 2004.

Pacte mondial (Le), *Who Cares Wins: One Year On*. International Finance Corporation, 2005.

Repetto, Robert, *Silence is Golden, Leaden and Copper: Disclosure of Material Environmental Information in the Hard Rock Mining Industry*, Yale, 2004.

Repetto, Robert, et Austin, Duncan, *The Costs of Climate Change Protection: A Guide for the Perplexed*, World Resources Institute, 1997.

Repetto, Robert et Austin, Duncan, *Quantifying the financial implications of corporate environmental performance*, *Journal of Investing*, 11(3):77 (2002).

Rolling, Daniel, *Alcoa*, Merrill Lynch, 2004.

Terreson, Douglas, *XOM — Exxon Mobil*, Morgan Stanley, 3 mars 2004.

Rapport du United States Government Accountability Office à des demandes présentées par des membres du Congrès, *SEC Should Explore Ways to Improve Tracking and Transparency of Information*, juillet 2004.

Watt-Cloutier, Shiela, *Climate Change and Human Rights*, Carnegie Council on Ethics and International Affairs, printemps 2004.

Watson Wyatt LLP, *Global Investment Review 2005*. Disponible à : <http://www.watsonwyatt.com/europe/pubs/globalinvestment/>.

Watson Wyatt LLP, *Remapping our Investment World*. Avril 2004.

Watson Wyatt LLP, *Short-Termism – A Real or Imaginary Problem?* Mai 2003.

Wheeler, David et coll., *Étude comparative des pratiques du Royaume-Uni et du Canada en rapport avec la transparence des régimes de retraite*, Table ronde nationale sur l'environnement et l'économie, 2004.

World Economic Forum et AccountAbility, *Mainstreaming Responsible Investment*, janvier 2005. Disponible à : <http://www.weforum.org>.

## Annexe A : Forces motrices de l'industrie et sources des données

### Pétrole et gaz

**Mondialisation** : La libéralisation géopolitique et économique qui se produit à l'échelle mondiale, la privatisation des entreprises étatisées et le démantèlement des barrières au commerce et à l'investissement entraînent l'ouverture de nouveaux marchés et de nouvelles régions pour les entreprises des secteurs amont, intermédiaire et aval partout dans le monde. De plus en plus, les entreprises font des affaires dans des endroits très éloignés et dans des situations plus hostiles et plus embrouillées où les risques environnementaux, sociaux et politiques sont d'autant plus complexes.

**Déréglementation** : Dans le cadre d'une stratégie visant à alléger les charges réglementaires et à stimuler un marché de concurrence régionale déterminé par les prix, les gouvernements du monde entier mettent activement en œuvre un programme de réglementation du secteur énergétique. Une des principales conséquences de la déréglementation a été l'émergence, partout dans l'industrie, d'un mouvement d'expansion et de diversification des sociétés énergétiques. Au bout du compte, on devrait assister à un réaligement de l'industrie, qui sera composée de nouveaux « fournisseurs d'énergie intégrés » prêts à fournir tout l'éventail des services.

**Changements climatiques** : Les entreprises pétrolières et gazières intégrées constituent d'importants émetteurs de GES et, selon le lieu de leurs installations de raffinage et de production, elles pourraient être obligées de réduire leurs émissions dans un proche avenir. La possible perturbation future des marchés des combustibles fossiles causée par un virage sociétal privilégiant les types d'énergies et de combustibles moins polluants présente un intérêt stratégique peut-être encore plus prononcé. Ainsi, le carbone compris dans les produits de combustibles peut également devenir un enjeu de gestion stratégique. Ces deux tendances posent une menace directe à la rentabilité ultime des entreprises, même si les effets toucheront les compagnies de façons différentes, en partie parce que les stratégies de gestion des risques associés aux changements climatiques varient aussi considérablement d'une entreprise à l'autre.

**Sécurité énergétique et sécurité des infrastructures** : C'est, pour ce secteur, un enjeu social névralgique qui recoupe plusieurs thèmes importants, dont la santé et sécurité

du personnel, la réputation parmi les collectivités locales, les relations avec les instances de réglementation et les responsables des politiques. Des bris de pipeline catastrophiques ont eu de graves conséquences : décès et blessures, poursuites judiciaires et imposition d'amendes, arrêts d'exploitation prolongés, problèmes d'image, baisses des ventes, etc. Les événements du 11 septembre ont conféré à la sécurité des pipelines une dimension supplémentaire, soit la protection de l'infrastructure énergétique des États-Unis (et des autres pays) contre les attaques terroristes. Les grands pipelines de transport continentaux risquent davantage d'être la cible d'attaques que les réseaux de distribution locale, vu leur importance stratégique pour l'acheminement de l'énergie et leurs caractéristiques comme cibles matérielles.

#### *Sources des données sur le secteur pétrolier et gazier :*

Alexander's Gas & Oil Connections (<http://www.gasandoil.com>)

American Petroleum Institute (<http://api-ec.api.org>)

Association canadienne des producteurs pétroliers (<http://www.capp.ca>)

Clean Vehicles ([www.ucsusa.org/clean\\_vehicles](http://www.ucsusa.org/clean_vehicles))

International Petroleum Industry Environmental Conservation Association (<http://www.ipieca.org>)

Oilfield Publications Limited (<http://www.oilpubs.com>)

*Oil & Gas Journal*

Oilnergy (<http://www.oilnergy.com>)

Programme des Nations Unies pour l'environnement : Offshore Oil and Gas Environment Forum (<http://www.oilandgasforum.net>)

U.S. Bureau of National Affairs (<http://www.bna.com>)

U.S. Department of Energy (<http://www.energy.gov>)

U.S. Energy Information Administration (<http://www.eia.doe.gov>)

Banque mondiale : Oil, Gas, Mining and Chemicals (<http://www.worldbank.org/ogmc>)

World Monitors Inc. (<http://worldmonitors.com/>)

#### **Services publics**

**Profils de risque de la production et du transport/distribution (T-D) :** Dans un contexte de restructuration, il faut distinguer les producteurs et les sociétés de T-D. Les risques environnementaux se concentrent surtout dans le secteur de la production, et l'exposition des investisseurs au risque augmente dans les entreprises qui achètent des

capacités de production. Cependant, les entreprises qui s'occupent de T-D, comme Consolidated Edison, présentent également certains risques de nature environnementale. Par exemple, certaines entreprises de T-D qui continuent d'acheter de l'énergie au nom de leurs clients font face à une volatilité des prix du marché. Même si ces entreprises peuvent être en mesure de reporter ces augmentations sur les clients, elles risquent également que ces derniers les délaissent au profit d'autres fournisseurs d'électricité. En outre, les substantiels investissements nécessaires à l'amélioration et à l'expansion des réseaux de transport peuvent avoir un effet important sur ces entreprises.

***Divergence croissante des profils de risque des services publics d'électricité traditionnels et des producteurs d'énergie indépendants*** : D'après l'Electric Power Supply Association, les producteurs qui ne sont pas des services publics représentent maintenant environ 30 % de la production en gros d'énergie aux États-Unis. Ces entités indépendantes, appelées « IPP » (Independent Power Producers, ou producteurs d'énergie indépendants) ou producteurs de gros, vendent l'électricité directement aux clients de gros en vertu de contrats à court terme dans des marchés concurrentiels. Pour cette raison, ils sont grandement exposés au risque de volatilité des prix des carburants et de l'électricité. En outre, les producteurs indépendants doivent avoir accès aux marchés financiers. Depuis la faillite d'Enron en 2002, leur capacité limitée de lever des capitaux a fait chuter de presque 60 % les ajouts de capacité annoncés pour 2004.

***L'exposition au risque est transférée des clients aux investisseurs*** : L'exposition au risque augmente également à mesure que la libéralisation fait supporter le fardeau des dépenses environnementales aux investisseurs plutôt qu'aux clients. Dans le modèle historique de monopole et d'intégration verticale des services publics, les coûts environnementaux étaient reportés sur les clients selon des régimes de tarification « cost-plus ». Cependant, ce modèle industriel basé sur les tarifs se révèle de plus en plus anachronique. La libéralisation du marché de l'électricité, qui a amené la concurrence dans la production et l'approvisionnement, a fondamentalement changé la répartition du risque parmi les prêteurs, les actionnaires, les fournisseurs d'énergie et les clients.

***Ralentissement de la déréglementation*** : Au début des années 1990, la hausse des prix de l'électricité dans certaines régions a alimenté un mouvement en faveur d'une déréglementation. De nombreux États ont adopté ou envisagent d'adopter des lois pour restructurer l'industrie électrique au niveau du détail. Malgré cela, même si la dérégle-

mentation opérée dans des États comme la Pennsylvanie et New York est généralement considérée comme fructueuse, les problèmes ayant caractérisé la déréglementation en Californie ont ralenti la tendance à la restructuration, et l'accès à la fourniture au détail dans l'État a été suspendu. La faillite d'Enron a également incité les législateurs et les organes de réglementation des États à revoir la déréglementation des marchés de l'électricité, à reporter l'adoption de lois sur la restructuration ou même à proposer un retour aux marchés réglementés plus traditionnels.

***Hausse de la concurrence dans les marchés déréglementés*** : La possibilité pour le client de choisir son fournisseur d'électricité et la nécessité pour les entreprises de se différencier sur le marché concurrentiel incitent les entreprises à privilégier une nouvelle voie stratégique consistant à offrir les services les plus concurrentiels tout en acquérant une réputation de bonne conduite sociale et environnementale.

***Une réglementation environnementale de plus en plus incertaine*** : Pour réduire les émissions des centrales thermiques et leurs incidences environnementales, on a proposé des règlements dont la mise en œuvre pourrait engendrer des dépenses considérables pour l'industrie. De la même façon qu'un contexte de concurrence accrue a entraîné la non-rentabilité ou la suspension de certains investissements, le resserrement de la réglementation pourrait causer la non-rentabilité des centrales d'énergie aux effets environnementaux négatifs importants. Les répercussions financières pourraient être beaucoup plus importantes en raison des restrictions visant à recouvrer les frais de conformité par l'imposition de tarifs durant la restructuration (ou après l'expiration des plans de transition).

***Influence de facteurs environnementaux sur la création de valeur pour les actionnaires*** : L'accroissement de la concurrence et l'abandon des régimes de tarification « cost-plus » ont fortement intensifié les efforts de réduction des coûts, mais aussi créé de nouvelles possibilités d'affaires, dont bon nombre sont reliées à l'environnement. À mesure que les entreprises se réorientent vers l'excellence opérationnelle plutôt que sur la croissance pour accroître la valeur, les notions d'efficacité opérationnelle, de réduction des passifs et de diversification des sources de revenu semblent primordiales. Compte tenu des pressions environnementales croissantes auxquelles le secteur fait face, la performance environnementale est susceptible de devenir un des principaux moteurs de succès pour les entreprises.

**Sources des données sur les services publics :**

**Gouvernement**

Consumer Energy Center, California Energy Commission

Energy Efficiency and Renewable Energy Network, U.S. Department of Energy

Energy Savers: Tips on Saving Energy and Money at Home

Energy Services: Residential Energy Factsheets

Energy Star, U.S. Environmental Protection Agency

Home Energy Saver

National Renewable Energy Laboratory, U.S. Department of Energy (<http://www.nrel.gov/>)

Oregon Office of Energy Information for Residents

U.S. Department of Energy

**Organisations**

Alliance to Save Energy

American Council for an Energy-Efficient Economy

American Wind Energy Association

Boulder Energy Conservation Center

Center for Energy Efficiency and Renewable Technologies

Center for Renewable Energy and Sustainable Technology

Consumer Federation of America Foundation

Energy Conservation Enhancement Project

Florida Solar Energy Center

Global Conservation

Interstate Renewable Energy Council

NW Energy Coalition

Planting for Energy Conservation, Colorado State University Cooperative Extension

Rocky Mountain Institute

Urban Options

**Produits/services**

Ecologically Sustainable Future

Energy Matters

Energy Saver Inc.

Mother Jones - Real Goods Catalog - Energy Efficiency

Real Goods - Products for an Ecologically Sustainable Future

MrSolar.com - Your Solar Energy Source

Residential Environmental Design



Solar Energy - Residential & Commercial Solar Products

Solar Roofs.com

Solar Words Inc.

Source for Renewable Energy

The Energy Outlet

The Energy Conservation Bookstore

### *Publications en ligne*

BH&G Home Improvement Encyclopedia (faire une recherche sur "energy")

Carbon Dioxide Information Analysis Centre (<http://cdiac.esd.ornl.gov/trends/emis/usa.htm>)

Energy Conservation, Weatherizing and Insulation, à DoItYourself.com

Energy Information Administration – Voluntary Reporting of GHG (<http://www.eia.doe.gov/oiaf/1605/vrrpt/download.html#append>)

Energy Information Administration – Electricity (<http://www.eia.doe.gov/fuelectric.html> ,  
<http://www.eia.doe.gov/cneaf/electricity/page/data.html> , <http://www.eia.doe.gov/cneaf/electricity/page/eia860b.html>)

Electric Power Annual 2000 (<http://www.eia.doe.gov/cneaf/electricity/epav2/epav2.pdf>)

Home Energy Magazine

Home Power Magazine

IRRC (conformité)

Natural Resources Defense Council (<http://www.nrdc.org/air/energy/util/chap4.asp>)

NRDC (émissions)

Pain Weber (fuel mix)

Sensible Home: Cut Your Utility Bills

US EPA – The Emissions and Generation Resource Integrated Database (<http://www.epa.gov/AIRMARKET/egrid/index.html>)

### *Déréglementation*

Energy Information Administration Electric Power Industry Restructuring  
(<http://www.eia.doe.gov/cneaf/electricity/page/restructure.html>)

## **Mines**

**Prix** : Pour le secteur des métaux et des mines, le principal moteur de l'industrie est le prix des produits de base. La fluctuation des prix de divers métaux déterminera en bonne partie les résultats financiers.

**Planétarisation des approvisionnements** : La découverte de nouveaux et riches gisements minéraux dans de nombreux pays en développement, couplée à l'avancement technologique de la télé-exploitation minière, amène les entreprises

es minières et métallurgiques dans de nouvelles régions géographiques. Cette situation s'accompagnera d'une foule de risques de nature environnementale et sociale nouveaux et souvent imprévus, qui auront de graves conséquences sur la compétitivité et la rentabilité du secteur.

**Regroupement de l'industrie :** Plusieurs facteurs (intensification des pressions de coûts dans le processus d'exploitation minière à forte intensité capitaliste, mondialisation, volatilité des prix des produits de base) créent des conditions favorables aux fusions et aux acquisitions (Alcan/Algroup, Alcan/Pechiney, Barrick/Homestake, BHP/Billiton).

**Capitaux propres :** Comparativement à d'autres grands secteurs industriels, le secteur minier présente une faible capitalisation totale. Le désintérêt des investisseurs envers ce secteur s'explique en partie par l'offre d'options d'investissement à plus grande valeur ajoutée; de plus, de nombreuses grandes sociétés minières ont reconnu que la mauvaise réputation de l'industrie était aussi en cause.

**Sources des données sur l'industrie métallurgique et minière :**

Global Mining Initiative (<http://www.globalmining.com>)

Conseil international des mines et métaux (<http://www.icmm.com>)

Mineral Policy Center (<http://www.mineralpolicy.org>)

Mineral Policy Institute (<http://www.mpi.org.au/>)

Mines Alert Canada (<http://www.miningwatch.ca>)

Programme des Nations Unies pour l'environnement (<http://www.uneptie.org/pc/mining>)

U.S. Energy Information Administration (<http://www.eia.doe.gov>)

U.S. Bureau of National Affairs (<http://www.bna.com>)

Banque mondiale (<http://www.worldbank.org/mining>)

World Monitors Inc. (<http://worldmonitors.com/>)

## Industrie chimique

**Mondialisation :** De plus en plus, les entreprises chimiques choisissent de s'installer dans les nouveaux marchés mondiaux en procédant à des fusions ou des acquisitions, au lieu d'y créer carrément de nouvelles installations. Tout en accroissant leurs activités dans les marchés émergents comme la Chine, l'Amérique latine, l'Afrique et d'autres pays en développement, qui peuvent avoir une attitude plus souple face aux enjeux

sociaux et environnementaux, les entreprises doivent relever le défi consistant à instaurer une série uniforme et internationale de normes de performance sur les questions de développement durable. Les entreprises qui mènent le peloton dans ce secteur reconnaissent la conscientisation croissante des investisseurs face aux enjeux sociaux et environnementaux et elles ont fixé des objectifs précis pour démontrer leur engagement envers le développement durable, ainsi que pour assujettir à des normes harmonisées l'ensemble de leurs activités mondiales.

**Tendance à l'indifférenciation des produits :** Avec l'intensification de la concurrence entre les entreprises, même les produits chimiques spécialisés s'apparentent à des produits de base et sont sujets à des pressions baissières. Comme il devient de plus en plus difficile de concurrencer sur le plan des prix, les fabricants de substances chimiques doivent chercher d'autres voies de différenciation. Particulièrement en Europe, plusieurs entreprises incorporent des facteurs de durabilité à leurs stratégies de mise en marché et aux processus de conception des nouveaux produits. C'est là un facteur de différenciation de plus en plus important. Une autre méthode employée par les entreprises chimiques pour combattre l'indifférenciation consiste à ajouter à leur gamme de produits des services tels que des programmes de « gestion totale des substances chimiques ».

**Développement de produits :** Face au resserrement des lois et des règlements environnementaux, les questions d'environnement et de société revêtent une importance critique pour la compétitivité et la rentabilité des entreprises du secteur chimique. Les entreprises avant-gardistes vont au-delà de la simple conformité aux lois environnementales et instaurent des stratégies de développement durable basées sur le concept du « triple bilan ». Un nombre toujours croissant de produits et de services écologiquement responsables sont offerts sur le marché; on pense par exemple aux produits à haut rendement énergétique, aux matériaux biodégradables, aux carburants de remplacement et aux produits chimiques servant au traitement des déchets..

**Déplacement de la production vers les pays en développement :** De nombreuses entreprises prennent de l'expansion dans la région de l'Asie-Pacifique, en Amérique latine et en Europe orientale, où elles s'attendent à trouver des conditions (fort taux de natalité, hausse du niveau de vie, industrialisation) propices à la croissance. Selon Standard and Poor's, le tiers environ de la production mondiale de produits chimiques en 2000 a fait l'objet de transactions internationales. Paradoxalement, l'accroissement de la production

dans les pays en développement s'accompagne de plusieurs problèmes de durabilité : droits de la personne, travail des enfants et travail forcé, régimes oppressifs, normes de santé-sécurité, faiblesse de la réglementation environnementale, etc. Une gestion non proactive de ces enjeux sociaux pourrait se solder par des problèmes d'image et un accès moindre aux ressources et aux nouveaux marchés. Les entreprises qui font preuve de leadership adoptent des codes internationaux comme le Pacte mondial des Nations Unies pour structurer un système permettant de suivre de près les activités menées dans ces nouveaux marchés et s'assurer qu'elles sont assujetties aux mêmes critères d'environnement et de sécurité que celles menées en Europe et en Amérique du Nord..

**Sources des données sur l'industrie chimique :**

American Chemistry Council ([http://www.americanchemistry.com/s\\_acc/index.asp](http://www.americanchemistry.com/s_acc/index.asp))

Association canadienne des fabricants de produits chimiques (<http://www.ccpa.ca>)

*Chemical & Engineering News* magazine (<http://pubs.acs.org/cen/index.html>)

Chemical Industries Association, Royaume-Uni (<http://www.cia.org.uk/>)

*Chemical Market Reporter* (<http://chemicalmarketreporter.com/home/Default.asp?type=0&liSectionID=12>)

*Chemical Week* (<http://www.chemweek.com>)

CropLife America (<http://www.croplifeamerica.org/>)

European Chemical Industry Council (CEFIC) (<http://www.cefic.be/>)

Conseil international des associations chimiques (<http://www.icca-chem.org/>)

National Paint and Coatings Association (<http://www.paint.org/index.htm>)

The Fertilizer Institute (<http://www.tfi.org>)

U.S. Environmental Protection Agency (<http://www.epa.gov>)

## Annexe B : Initiatives de concertation des investisseurs

En 2003, le Programme des Nations Unies pour l'environnement lançait son Initiative financière (financement innovateur pour la durabilité) afin de cerner les critères environnementaux et sociaux susceptibles d'être importants pour la compétitivité des entreprises et l'amélioration de leur réputation, dans sept secteurs industriels<sup>56</sup>. Même si le rapport de l'Initiative présente des cas où une bonne gestion de la durabilité (y compris des enjeux environnementaux) contribue manifestement à hausser la valeur des actions, il faut souligner que les firmes de courtage sondées étaient toutes basées au Royaume-Uni, en Europe et au Japon. L'unique firme américaine y ayant activement participé, Goldman Sachs, l'a fait par l'entremise de son antenne européenne basée à Londres. Selon le rapport, les entreprises nord-américaines qui ont refusé de participer l'ont fait « en raison d'une apparente difficulté d'analyse causée par les obstacles associés à une divulgation inadéquate de ces critères [...], à des restructurations internes ou à une capacité de recherche insuffisante »<sup>57</sup>. Le rapport concluait que « les responsables de la formulation des politiques et les investisseurs peuvent constituer les plus efficaces agents catalyseurs pour inciter les firmes de recherche nord-américaines à incorporer à leur travail des indicateurs sociaux, environnementaux et de gouvernance d'entreprise »<sup>58</sup>.

Le Carbon Disclosure Project vise principalement à demander à la totalité des entreprises composant le « Global 500 » du *Financial Times* quelles sont les mesures qu'elles prennent (le cas échéant) face aux changements climatiques. On dénote des écarts très marqués entre les signataires, selon la région. Lors de la publication du premier rapport, le pourcentage de signataires nord-américains se chiffrait à 17 % (cinq des États-Unis et un du Canada), une proportion qui semble faible en comparaison avec les 83 % de signataires d'Europe et du Royaume-Uni. Au moment de la publication du deuxième rapport en 2004, le pourcentage de signataires de l'Amérique du Nord avait grimpé à 26 %, contre 59 % pour l'Europe et le Royaume-Uni, 5 % pour le Japon, 4 % pour l'Asie-Pacifique et 1 % pour l'Afrique du Sud.

Aux États-Unis, les firmes de gestion de portefeuille signataires étaient les suivantes : Calvert, Dreyfus, Fleet, Neuberger Berman, State Street Global Advisors, Walden Asset Management et Wells Fargo. Au Canada, les signataires étaient Acuity Investments, CI Mutual Funds et Teachers Pension Plan. Il n'y avait aucun signataire du Mexique pour les

<sup>56</sup> On peut trouver des résumés et le rapport intégral à l'adresse <http://www.unepfi.net>.

<sup>57</sup> Initiative financière du PNUE, *CEO Briefing*, Programme des Nations Unies pour l'environnement, juin 2004. Disponible à <http://www.unepfi.net>

<sup>58</sup> *Ibid.*

deux rapports.

L'Investor Network on Climate Risk (INCR) est le fruit d'une collaboration entre des investisseurs institutionnels américains, qui vise à promouvoir chez les investisseurs institutionnels une meilleure connaissance des risques posés par les changements climatiques. L'INCR encourage les entreprises dans lesquelles ses membres investissent à tenir compte de tous les importants risques et possibilités d'affaires associés aux changements climatiques, et à diminuer la dépendance de l'économie envers le carbone. Les risques climatiques englobent les risques financiers, les risques fiduciaires et les risques de responsabilité découlant des changements climatiques.

La gestion de l'INCR relève de Ceres, une coalition de fonds de placement, d'organisations environnementales et d'autres groupes d'intérêt public. Ceres a pour mission d'inciter les entreprises, les investisseurs et les marchés à promouvoir une prospérité durable en valorisant la santé de la planète et de ses habitants. Les membres investisseurs de Ceres (dont les avoirs combinés totalisent plus de 400 milliards de dollars) comprennent des caisses de retraite d'États et de municipalités, des firmes d'investissement socialement responsable, des groupes religieux, des fonds de travailleurs syndiqués et des fondations.

L'INCR mène des activités qui visent à mieux faire comprendre les risques climatiques, comme des sommets de l'ONU, des conférences, des séances d'information, des réunions et la publication et la distribution de rapports. Il encourage une analyse plus approfondie des risques climatiques et coordonne l'engagement de ses membres sur ce thème avec les entreprises et les responsables des politiques. Il offre un forum où ses membres peuvent mettre en commun leur connaissance de cet enjeu complexe et en rapide mutation.

La Enhanced Analytics Initiative a été établie par un groupe d'investisseurs institutionnels, dont le portefeuille est estimé à quelque 364 milliards d'euros (465 milliards de dollars), pour remettre en question l'accent mis sur la recherche financière à court terme, aux dépens d'une évaluation à plus long terme et plus globale de la performance des entreprises. Les fondateurs de cette initiative entendent allouer de 4 à 5 millions d'euros en 2005 à des courtiers qui excellent dans l'intégration de ce qu'ils appellent l'analyse extra-financière à leur processus de recherche classique. Voici la liste des membres

fondateurs :

- BNP Paribas Asset Management (France);
- PGGM (Pays-Bas);
- RCM (Royaume-Uni);
- AGF Asset Management (France);
- Deutscher Investment Trust (Allemagne);
- Dresdnerbank Investment Management (Allemagne); and
- Universities Superannuation Scheme (Royaume-Uni).

Du côté des entreprises, les groupes de la société civile continuent d'exercer des pressions sur les entreprises pour les inciter à faire rapport sur les questions de durabilité, peu importe la pertinence accordée à ces questions par les investisseurs. Les initiatives de ce type comprennent le Pacte mondial et la Global Reporting Initiative.

Le Pacte mondial est un réseau international et volontaire qui a pour mission de promouvoir la citoyenneté d'entreprise responsable ainsi que les principes sociaux et environnementaux universels au sein de la société civile, du secteur public et du secteur privé, face aux défis de la mondialisation. Le Pacte mondial demande aux entreprises privées de changer leurs activités commerciales de façon à prendre en compte les principes du Pacte mondial dans leur stratégie, leur culture et leurs opérations quotidiennes.

Trois des dix principes du Pacte mondial font écho aux considérations environnementales :

- mettre en œuvre un programme efficace et fondé sur le principe de précaution en matière d'environnement;
- prendre des initiatives pour promouvoir une plus grande responsabilité environnementale;
- encourager la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.

La Global Reporting Initiative a pour objectif l'établissement et la diffusion de lignes directrices sur les rapports de durabilité, pouvant être appliquées à l'échelle mondiale. Les lignes directrices englobent les dimensions économiques, environnementales et sociales des produits et services offerts par les entreprises. À l'heure actuelle, 79 entreprises

américaines préparent des rapports conformes aux normes de la Global Reporting Initiative, contre 23 au Canada et 3 au Mexique.



## Annexe C : Législation et événements liés à l'ISR dans le monde

Region	Current SRI-related Legislation	Expected SRI-related Legislation
Asie sauf le Japon	Aucune	Aucune prévue
Australie	La loi oblige les « Superfunds » à divulguer dans quelle mesure ils ont tenté d'appliquer les critères de l'ISR à leurs investissements. En outre, les fonds éthiques sont tenus d'indiquer les critères employés pour déterminer ce qu'est et ce que n'est pas un investissement « éthique ».	Aucune prévue
Belgique	Depuis 2002, une loi sur les caisses de retraite oblige les régimes de retraite supplémentaires à publier un rapport annuel contenant de l'information sur les modalités de prise en compte des aspects sociaux, éthiques et environnementaux.	Aucune prévue
Canada	Aucune	Incertain
Danemark	Obligation de présenter une déclaration divulguant toutes considérations éthiques sous-tendant la politique d'investissement.	Aucune prévue
Finlande	Aucune	Aucune prévue
France	La Loi Fabius oblige les investisseurs à préciser s'ils tiennent compte des critères sociaux et environnementaux dans la gestion des régimes d'épargne salariale. Les entreprises sont tenues de présenter de l'information sociale et environnementale dans leurs rapports annuels.	Aucune prévue
Allemagne	Les régimes de retraite privés (et certains régimes professionnels) doivent divulguer si et comment leurs investissements prennent en compte les critères sociaux, éthiques et environnementaux. Le code de gouvernance d'entreprise de l'Allemagne donne une orientation aux entreprises en ce qui touche la gouvernance responsable et la citoyenneté d'entreprise..	Aucune prévue
Irlande	Aucune	Aucune prévue
Japon	Aucune	Aucune prévue
Amérique latine	Il n'existe pas de loi officielle sur l'ISR, mais la Bourse de Sao Paulo a instauré des lignes directrices minimales sur la gouvernance d'entreprise, dont certaines concordent avec les principes de l'ISR.	Aucune prévue

Pays-Bas	Aucune loi; cependant, de nombreux investisseurs institutionnels adoptent leurs propres politiques et lignes directrices sur l'ISR. La voie législative n'est pas considérée comme nécessaire ou souhaitable.	Aucune prévue
Espagne	Aucune	On a mandaté un comité d'experts techniques pour examiner l'éventualité d'une divulgation de renseignements sur l'ISR.
Suède	Obligation d'inclure, dans la politique d'investissement, une déclaration sur les considérations éthiques prises en compte dans la stratégie de placement (mais l'accroissement des rendements ajustés selon le risque demeure toujours le principal objectif inscrit dans la loi).	Aucune prévue
Suisse	Le code législatif indique que les régimes de retraite doivent instaurer des règles pour l'exercice du droit de vote.	Aucune prévue
Royaume-Uni	Les caisses de retraite et les organismes de charité sont tenus de divulguer dans quelle mesure ils prennent en compte les questions sociales, éthiques et environnementales dans leurs politiques d'investissement. En 2002, le Institutional Shareholders Committee (ISC) a publié un énoncé de principes sur les meilleures pratiques d'engagement actionnarial, qui doit servir de guide pour l'industrie.	Le gouvernement a indiqué qu'il s'attendait à ce que les investisseurs institutionnels suivent les principes de l'ISC. Autrement, il pourrait introduire une nouvelle loi.
États-Unis	Une loi sur la divulgation des votes par procuration dans le cas des fonds communs de placement a été adoptée en 2003.	Incertain

Ce tableau a été dressé par Jane Ambachtsheer, conseillère principale chez Mercer Investment Consulting. Il a pour but de donner une indication des tendances régionales, mais il n'offre pas un survol définitif des lois reliées à l'ISR. Le terme « législation prévue » reflète la meilleure estimation faite par les consultants régionaux de Mercer, puisque nous n'avons aucune façon de savoir avec certitude quelles lois seront adoptées.

## Annexe D : Aperçu de la législation canadienne touchant l'environnement

Le Canada a mis en place un certain nombre de politiques, dont la majorité sont cependant dépourvues d'encadrement réglementaire, reflétant les changements survenus dans le milieu de l'investissement.

Les plus récentes modifications réglementaires sur la communication de renseignements ont été adoptées en 2004. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (un regroupement national d'instances provinciales de réglementation des valeurs mobilières qui a pour mandat d'harmoniser cette réglementation au Canada) a publié des changements à l'Instrument national 81-106 sur l'information continue des fonds de placement. Ces modifications prévoient la divulgation des votes par procuration effectués au sujet des valeurs détenues par le fonds de placement. « L'Instrument oblige maintenant le fonds d'investissement à établir les politiques et les procédures qu'il suivra afin de déterminer s'il votera, et dans quel sens il le fera, sur les questions pour lesquelles il reçoit des documents liés aux procurations. Les fonds d'investissement seront maintenant tenus de divulguer, dans leur notice annuelle, un résumé de leurs politiques et procédures de vote par procuration, et d'indiquer la façon d'obtenir un exemplaire complet de ces politiques [...]. »

Le formulaire 41-501F1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario précise quelles données environnementales doivent contenir les prospectus. Tout prospectus doit contenir une description exposant « les répercussions financières et opérationnelles des exigences en matière de protection de l'environnement sur les dépenses d'immobilisations, les résultats et la compétitivité de l'émetteur durant l'année financière en cours, ainsi que l'effet prévu pour les années à venir ».

L'Institut canadien des comptables agréés précise quelles sont les exigences de l'Instrument national 51-102 quant au type d'information à divulguer dans les rapports de gestion. Cet instrument indique que toute information importante ne figurant pas dans les états financiers (éléments intangibles) doit être discutée dans le rapport de gestion, ces éléments intangibles pouvant englober les « questions environnementales, sociales ou culturelles [...]. ». Ce règlement particulier est très explicite pour ce qui est de préciser le type de renseignements qui peut être important.

On a récemment modifié la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* pour aider les actionnaires qui ne veulent pas appuyer les recommandations des gestionnaires à solliciter des votes par procuration à l'encontre de ces recommandations. La Loi dispose ce qui suit : « il n'est pas nécessaire d'envoyer de circulaires pour effectuer une sollicitation [...] lorsque le nombre total des actionnaires dont les procurations sont sollicitées ne dépasse pas quinze ».

Les banques et les sociétés de fiducie et d'assurance enregistrées ou constituées sous le régime d'une loi fédérale et ayant plus d'un milliard de dollars en avoirs propres au Canada sont tenues de produire des énoncés de responsabilité envers le public et de les mettre à la disposition du public, sans frais, au plus tard 135 jours après la fin de l'exercice financier de l'institution. Ces énoncés comprennent tout un éventail de renseignements : détails de la participation à des projets communautaires, valeur financière totale des dons de charité, activités de bénévolat des employés, aperçu des initiatives visant à améliorer l'accès aux services bancaires, ouvertures et fermetures de succursales bancaires, montant des impôts fédéraux et provinciaux, initiatives pour les petites entreprises et le micro-crédit, etc.

Exportation et développement Canada est une institution financière internationale publique, qui a pour mandat de promouvoir les échanges commerciaux du Canada sur la scène internationale en offrant aux exportateurs canadiens des prêts, des investissements en actions, une assurance-risque, etc. Même s'il n'est pas tenu de le faire, cet organisme encourage les entreprises qu'il aide à divulguer au public des informations environnementales.

## Annexe E : Modèle de stratégie d'investissement

### Stratégie d'investissement à long terme : Fiche de pointage

Nom de l'entreprise	Symbole	Mois Année	Motif
<b>Principales caractéristiques</b>			
<b>1. Secteur – Croissance</b> - Croissance interne (prévisible et visible, par rapport au PIB) - Profite de tendances/facteurs à long terme (taille des marchés, regroupement) - Structure des prix – stable ou en hausse, degré d'élasticité - Volume – demande croissante, non cyclique			
<b>2. Secteur – Dynamique/structure</b> - Com- Rivalité des concurrents (concentration et équilibre) - Obstacles à l'entrée (nouveaux arrivants/sortants) - Pouvoir de négociation des clients (levier/sensibilité) - Menace de produits/services substitués (rendement/coûts de changement) - Pouvoir de négociation des fournisseurs (substitutions/coûts de changement) - Cadres juridique/réglementaire/environnemental – favorables/en amélioration/en mutation			
<b>3. Gestion rationnelle</b> - Expérience, feuille de route, honnêteté, transparence, accessibilité - Investissement personnel des dirigeants (en hausse/en baisse) - Stratégie et objectifs bien pensés (atteignables/réalistes) - Rémunération (incitatifs, primes, options comptabilisées comme dépenses) - Planification de la relève, formation, culture d'entreprise			
<b>4. Avantage concurrentiel/leadership</b> - Leadership des marchés, monopole effectif, capital de marque, faible coût - Produits à valeur ajoutée, produits supérieurs (innovation) - Longs cycles de vie des produits (faible risque d'obsolescence) - Solides relations avec les clients à long terme			

<p><b>5. Risques de concentration et de modèles d'affaires</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Type d'entreprise intrinsèque différencié, facile à comprendre et à modéliser</li> <li>- Concentration – fournisseurs/clients/produits</li> <li>- Possibilités d'affaires – partenariats/alliances, recours à la technologie</li> <li>- Plate-forme de distribution – processus de vente/ incitatifs</li> <li>- Menaces/risques – pénétration de nouveaux marchés, risque d'obsolescence</li> </ul>			
<p><b>6. Solidité de l'exploitation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Diversification et prévisibilité des recettes – carnet de commandes, pourcentage de ventes récurrentes</li> <li>- Comptabilisation prudente des revenus et dépenses (y compris options)</li> <li>- Levier d'exploitation – marges élevées et croissantes</li> <li>- Historique (au moins 5 ans) de rentabilité – rendement de l'actif, rendement des capitaux propres et rendement du capital investi (modèle DuPont et modèle DuPont élargi)</li> <li>- Gains/pertes/charges extraordinaires (y compris sur ventes d'actifs)</li> </ul>			
<p><b>7. Allocation de capitaux et investissements</b></p> <p>Capacité à investir et à réinvestir (utilisation productive des flux de liquidités disponibles)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Acquisitions/désinvestissements (critères/historique/charges)</li> <li>- Taux de rendement minimaux (rendement du capital, coût moyen pondéré du capital, coût des fonds propres/de la dette)</li> <li>- Remboursement de la dette – cible de cote de crédit</li> <li>- Programme de rachats d'actions, politique sur les dividendes</li> </ul>			
<p><b>8. Sources des flux de liquidités disponibles</b></p> <p>Capacité de maintenir des opérations normales et à assurer la croissance avec les flux de liquidités disponibles</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cycle de conversion des liquidités (jours) – comptes débiteurs, stocks, comptes créditeurs</li> <li>- Principales sources de flux monétaires (transactions/emprunts), déclarations</li> <li>- Tendance des ratios de flux de liquidités de l'exploitation (FLE)/ revenu net – FLE &gt; revenu net</li> <li>- Besoins de capital de l'entreprise</li> </ul>			

<p><b>9. Flexibilité financière</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Effet de levier (dettes/actifs, dettes/capitaux propres, structure optimale de capital)</li> <li>- Couverture des intérêts (bénéfices avant intérêts et impôts /intérêts, bénéfices avant intérêts et impôts/charges fixes, conventions bancaires)</li> <li>- Cote de crédit (tendance sur cinq ans/actuelle/ amélioration, tant sur le plan longitudinal que par rapport aux concurrents)</li> <li>- Hors bilan (baux, fonds de retraite, financement aux clients, contingences)</li> <li>- Actifs inconstants (frais payés d'avance, autres actifs, nouveaux comptes)</li> </ul>			
<p><b>10. Régie d'entreprise</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Conseil d'administration (indépendance, expérience)</li> <li>- Changements comptables (vérificateurs, principes, hypothèses)</li> <li>- Divulgateion générale – concise, uniforme, précise</li> <li>- Comités – vérification (présidence), rémunération (présidence)</li> <li>- Structure de capital-actions complexe/double</li> </ul>			
<b>TOTAL</b>			
<p><b>Autres commentaires</b></p>			

## Appendix F: Liste des études reliant la performance environnementale et la performance financière

Bauer, Rob et coll. *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*. Financial Analysts Journal, Volume 61, numéro 2; 2005.

Bauer, Rob et coll. *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*. Academy of Management Conference Paper; 2005.

Bauer, Rob et coll. *The Eco-Efficiency Premium in the US Equity Market*. ABP Investments; 2003.

Blank, Herbert D. and Carty, Michael C. *The Eco-Efficiency Anomaly*. QED International; 2002.

Crowe, Roger. *Risks, Returns and Responsibility*. Association of British Insurers; 2004.

Gluck, Kimberly et coll. *The Impact of Eco-Efficiency Alphas on an Actively Managed U.S. Equity Portfolio Performance*. State Street Global Advisors; 2004.

Innovest Strategic Value Advisors. *New Alpha Source for Asset Managers*. Innovest; 2003.

Mahoney, Lois et Roberts, Robin. *Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership*. University of Central Florida; 2002.

Nadeau et coll. *Estimating the Value of Participating in EPA's ENERGYSTAR™ Program*. Eastern Research Group; 2003.

Pacte mondial, Le. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. Nations Unies; 2004.

Taylor Nelson Sofres. *Investing in Responsible Business*. CSR Europe, Deloitte & Euronext; 2003.

White, Andrew et Kiernan, Matthew. *Corporate Environmental Governance: A Study Into the Influence of Environmental Governance and Financial Performance*. UK Environment Agency; 2004.



Les opinions et les points de vue exprimés dans le présent document ne correspondent pas nécessairement aux opinions ou aux politiques officielles d'Environnement Canada et de la Commission de coopération environnementale (CCE). Toute mention d'une appellation commerciale ou d'une marque de commerce relativement à un produit, procédé ou service commercial particulier ne constitue nullement un appui ou une recommandation de la part des participants du projet.

Cette publication peut être reproduite sans autorisation dans la mesure où l'utilisation qu'on en fait respecte les limites d'utilisation équitable tel qu'il est défini dans la *Loi sur le droit d'auteur* et qu'elle soit faite uniquement aux fins d'étude privée, de recherche, de critique, de compte rendu ou de la préparation d'un résumé destiné aux journaux. Il est nécessaire d'indiquer la source en entier. Toutefois, la reproduction de cette publication en tout ou en partie à des fins commerciales ou de redistribution nécessite l'obtention au préalable d'une autorisation écrite du Ministre des Travaux publics et Services gouvernementaux Canada, Ottawa, Ontario K1A 0S5 ou [copyright.droitdauteur@communication.gc.ca](mailto:copyright.droitdauteur@communication.gc.ca).

© Sa Majesté la Reine du chef du Canada (Environnement Canada) 2005

Catalogage avant publication de Bibliothèque et Archives Canada

Finance et environnement en Amérique du Nord [ressource électronique] : état des lieux sur l'intégration des questions environnementales dans la recherche financière.

Monographie électronique en version PDF et HTML.

Mode d'accès: World Wide Web.

"Risk Management Institute, University of Toronto".

"Innovest, Stategic Value Advisors".

Publ. aussi en anglais sous le titre: Finance and the environment in North America, the state of play on the integration of environmental issues into financial research.

ISBN 0-662-70895-4

No de cat.: En4-59/2005F-PDF

1. Analyse financière.
2. Analyse financière--Amérique du Nord.
3. Conseillers en placements--Amérique du Nord--Attitudes.
4. Industrie--Aspect de l'environnement--Amérique du Nord.
5. Environnement--Évaluation du risque--Aspect économique.
6. Divulgence en comptabilité.
7. Investissements--Aspect social.

I. Canada. Environnement Canada

II. University of Toronto. Risk Management Institute

III. Innovest (Firm)