



EDMOND
DE ROTHSCHILD

CHRONIQUES DE L'ISR

N° 31 - Octobre 2022



Actualité | p.2

LES PLANS VERTS
FLEURISSENT À
TRAVERS LE MONDE

Point de vue académique | p.4 et 5

SATISFACTION DES SALARIÉS
ET RENDEMENTS À LONG TERME
DES ACTIONS, 1984-2020



**JEAN-PHILIPPE
DESMARTIN**

Directeur de l'Investissement
Responsable

L'EUROPE À LA CROISÉE DES CHEMINS

80% des défis climatiques sont liés à l'énergie. L'enjeu réside dès lors dans la capacité collective des pouvoirs publics, du secteur privé et des citoyens, à réduire dans le mix énergétique le poids des énergies fossiles d'environ 80% au niveau mondial actuellement, ce taux n'ayant diminué que de quelques pourcents au cours des 30 dernières années.

La crise actuelle révèle comme un catalyseur la dépendance de l'Europe aux énergies fossiles avec au coeur du conflit en cours en Ukraine, l'arrêt de l'approvisionnement en gaz naturel et pétrole à court et moyen terme auprès de la Russie. À court terme, les alternatives sont peu satisfaisantes du point de vue écologique ; recours accru au charbon, explosion des achats de gaz naturel liquéfié (GNL) américain souvent issu de fracturation hydraulique. L'urgence première est celle d'un effort immédiat en matière d'efficacité énergétique. En effet, la sobriété énergétique n'est pas un gros mot : la meilleure des énergies est tout simplement celle que l'on ne consomme pas, pour la nature comme pour le portefeuille du citoyen, la trésorerie de l'entreprise et le budget d'un État.

En revanche, à moyen terme (2030), le conflit ukrainien peut constituer un catalyseur durable pour accélérer la transformation de l'économie européenne pour atteindre la neutralité carbone en 2050 et améliorer son indépendance énergétique. Le plan européen « Fit for 55 » vise ainsi une diminution des émissions européennes de gaz à effet de serre (GES) de 55% à l'horizon 2030. Il va s'appuyer sur un vaste mix de solutions environnementales ; bio méthane, efficacité énergétique, éolien, géothermie, hydrogène vert, mobilité durable, solaire, etc. Sa réussite passera par des avancées technologiques mais aussi des changements de comportements tels que la réduction du recours au transport aérien ou la diminution de la consommation de viande de ruminant. Rappelons que le gaz naturel et le nucléaire civil sont retenus après bien des débats dans la taxonomie européenne mais pour jouer un rôle d'énergie de transition avec un horizon limité en théorie, de l'ordre de 25-30 ans.

Enfin, nous tenons en conclusion à souligner une initiative pionnière, celle de Yvon Chouinard. « La Terre est désormais le seul actionnaire de Patagonia », écrit-il. Fondateur de cette entreprise en pointe en matière de durabilité, et désormais milliardaire, il a décidé de faire don de son entreprise à une association consacrée à la protection de la nature, et cela en accord avec sa femme et ses deux enfants.



**Chaire Finance Durable
et Investissement Responsable**

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

FIR FORUM POUR
L'INVESTISSEMENT
RESPONSABLE

PRI Principles for
Responsible
Investment

LES PLANS VERTS FLEURISSENT À TRAVERS LE MONDE

Aux États-Unis, la loi sur la réduction de l'inflation de 2022 (Inflation Reduction Act : IRA), signée le 16 août 2022, devrait, entre autres, aider les États-Unis à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre de 40 % en 2030 par rapport aux niveaux de 2005. C'est une étape significative vers l'objectif américain de réduction de 50 à 52 % en 2030. Cette loi permettra d'investir 369 milliards de dollars (364 milliards d'euros) dans des programmes de sécurité énergétique et de lutte contre le changement climatique au cours des dix prochaines années. Les États-Unis se tournent ainsi vers une politique industrielle verte pour amorcer leur transition énergétique.

Des crédits d'impôts sur les panneaux solaires, les éoliennes ou encore l'hydrogène vert permettront de sécuriser les filières indispensables à la transition énergétique. L'objectif est aussi de créer une chaîne d'approvisionnement américaine en matière d'énergies renouvelables. Par exemple, les automobilistes bénéficieront de crédit d'impôt sur les voitures électriques et hybrides rechargeables assemblées en Amérique du nord, entre autres contraintes.

Le plan met aussi l'accent sur l'efficacité énergétique et l'adaptation au changement climatique.

L'EUROPE MET LE PIED SUR L'ACCÉLÉRATEUR

En Europe, c'est le plan « Fit for 55 » qui prend le relais du Green Deal européen. Son objectif principal est de réduire les émissions moyennes de gaz à effet de serre d'au moins 55 % au cours de la prochaine décennie et de mettre progressivement fin à la dépendance économique de l'Union européenne vis-à-vis des combustibles fossiles. Les mesures sont essentiellement autour de l'élargissement (et du durcissement) du système de quotas d'émissions carbone, de la création d'un

mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, des forêts, du durcissement des normes sur les voitures neuves, etc.

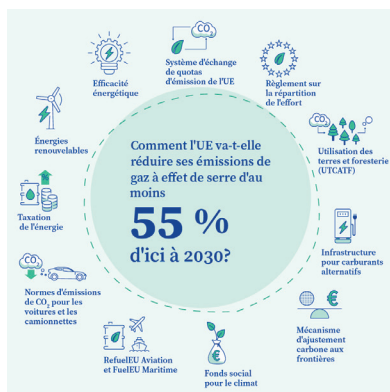
La guerre en Ukraine ayant accéléré le sujet de la transition énergétique, l'Union européenne a également présenté le plan « REPower EU » qui encourage les mesures fiscales permettant des économies d'énergie et accélère le déploiement des énergies renouvelables, entre autres.

Les deux plans européens et américains se retrouvent sur la notion de transition juste. L'IRA devrait permettre de créer des millions d'emplois locaux, de mieux protéger les familles les plus modestes et de baisser les factures énergétiques de 500\$ à 1000\$ par an. Le « Fit for 55 » propose la création d'un Fonds social pour le climat doté de 59 milliards d'euros pour la période 2025-2032 qui soutiendra les ménages et petites entreprises les plus vulnérables.

DES OBJECTIFS AMBITIEUX POUR LA CHINE

Les États Unis et l'Europe ne sont pas les seuls à agir pour cette relance verte. Le ministère chinois de l'Industrie a dévoilé en décembre 2021 un plan quinquennal visant le développement écologique de ses secteurs industriels, s'engageant à réduire les émissions de carbone et de polluants et à promouvoir les industries émergentes afin de respecter l'engagement de plafonner les émissions de carbone d'ici 2030. En effet, la Chine vise à atteindre un pic de ses émissions de carbone d'ici 2030 et à devenir "neutre en carbone" d'ici 2060.

Le plan quinquennal vise la réduction de l'intensité des émissions de carbone (les émissions produites par unité de PIB) de 18% en cinq ans, de l'intensité énergétique (la quantité d'énergie utilisée pour une unité de PIB) de 13,5%, et de porter la part des énergies renouvelables à 20%, contre 15% aujourd'hui. Les objectifs ambitieux de la Chine en matière de climat nécessiteront près de 19 000 milliards de dollars d'investissements pour les atteindre, selon le principal envoyé du pays pour le climat.



Source : Conseil de l'Union européenne.

SATISFACTION DES SALARIÉS ET RENDEMENTS À LONG TERME DES ACTIONS, 1984-2020

HAMID BOUSTANIFAR

est professeur de finance à l'EDHEC Business School. Ses recherches actuelles portent sur la mesure des actifs intangibles et la valorisation boursière de ces actifs. Des articles basés sur ses recherches ont été publiés dans les principales revues de finance, d'économie et de gestion/stratégie. Les recherches de Hamid ont été largement couvertes par les médias et la presse financière, notamment le Financial Times. Hamid est un enseignant passionné et a reçu de nombreux prix d'enseignement, notamment le Outstanding Teacher Award in Finance et l'Excellent in Teaching Award.

YOUNG DAE KANG

est un économiste financier à la Banque de Corée et un consultant de la Banque mondiale. Il a récemment obtenu un doctorat en finance à l'EDHEC Business School, sous la direction du professeur Hamid Boustanifar, dans l'étude "Essais sur les actifs intangibles et les rendements boursiers" et poursuit ses activités de recherche. Il s'intéresse à des sujets tels que la responsabilité sociale des entreprises, la finance climatique et la stabilité financière. Il a acquis de l'expérience dans la gestion des fonds externes des réserves de change de la Banque de Corée, le développement de l'indice de vulnérabilité financière et la recherche sur la politique du centre financier de la ville de Jeonju. Son objectif est d'avoir un impact positif sur la société à travers ses études et sa carrière.

Le volume d'actifs qui intègre des éléments d'investissement socialement responsable a connu une croissance exponentielle au cours de la dernière décennie. La question de la surperformance de ces stratégies d'investissement est source de débat entre universitaires et praticiens.

Cet article porte sur la satisfaction des salariés en tant qu'aspect de la responsabilité sociale des entreprises. Selon la théorie économique (en l'absence d'anomalies de valorisation), le rendement excédentaire des entreprises socialement responsables présente un équilibre négatif. En revanche, dans un article influent publié il y a plus de dix ans, Edmans (2011) montre qu'un portefeuille des « 100 meilleurs employeurs en Amérique » (« 100 Best Companies to Work For in America », BC) génère un alpha de Carhart positif et significatif.

Cet article étudie si le résultat d'Edmans (2011) (a) fonctionne en dehors de l'échantillon, (b) est influencé par l'exposition à des facteurs et caractéristiques nouvellement découverts, et (c) dépend de l'état de l'économie.

APPROCHE

Pour répondre à ces questions, les auteurs étendent l'analyse de l'étude initiale à deux dimensions importantes : l'ajout de 11 ans de données plus récentes et l'utilisation de plusieurs modèles factoriels plus sophistiqués pour contrôler les facteurs découverts depuis la publication. Plus précisément, ils estiment l'alpha du portefeuille BC dans un échantillon s'étendant d'avril 1984 à décembre 2020, à l'aide d'un modèle empirique d'évaluation des actifs de pointe afin d'examiner la relation entre la satisfaction des salariés et la performance à long terme des actions.

L'ensemble de données se compose d'un portefeuille de 283 sociétés cotées en Bourse de 1984 à 2020, constituant une liste des 100 « meilleures entreprises » chaque année. Cette liste est établie à partir d'une enquête anonyme menée auprès des salariés par le Great Place to Work Institute, qui représente la plus grande étude annuelle en continu sur la main-d'œuvre en Amérique et qui couvre plus de 4,1 millions de salariés. Le sondage porte sur des sujets tels que les programmes de rémunération et d'avantages sociaux, la confiance des salariés dans leur entreprise et leurs possibilités d'atteindre leur plein potentiel humain sur leur lieu de travail, indépendamment de leur grade et de leur poste. Les scores de l'entreprise dépendent de la crédibilité de leur communication aux salariés, du respect des opportunités et des avantages qu'ils offrent, de l'équité en matière de rémunération et de diversité et de la fierté qu'ils inspirent à leurs salariés à travers le travail d'équipe, la camaraderie, les célébrations et la philanthropie.

CONSTATS GÉNÉRAUX

Edmans (2011) conclut en proposant deux scénarios distincts à l'avenir : (1) si le marché a connaissance de l'impact significatif de la satisfaction des salariés sur les rendements futurs, les rendements excédentaires disparaîtront ; ou (2) « Si le marché ne se met pas à jour et si les arbitrages restent limités, les rendements supérieurs persisteront à l'avenir ». Le présent article révèle qu'un portefeuille équilibré d'entreprises présentant la plus forte satisfaction des salariés génère un rendement excédentaire de 2 % à 2,7 % par an sur la période considérée. Par

conséquent, ses résultats semblent plus cohérents avec le second scénario.

Les auteurs estiment que jusqu'à 22 % de l'alpha de Carhart du portefeuille BC pourrait être attribué à des expositions à des facteurs récemment intégrés comme l'investissement, la rentabilité et la qualité. Toutefois, ils estiment toujours que l'alpha mensuel du portefeuille BC équilibré se situe entre une limite inférieure de 17 points de base (pb) et une limite supérieure de 23 pb au cours de la période allant de 1984 à 2020. Les alphas sont positifs et statistiquement significatifs pour tous les modèles factoriels.

Sur la base des modèles financiers empiriques les plus récents, les BC continuent de générer des rendements excédentaires importants plus d'une décennie après la publication initiale.

RENDEMENTS EXCÉDENTAIRES SUR DIFFÉRENTES PÉRIODES

L'article examine en outre si et comment ces rendements excédentaires varient d'une période à l'autre. Les rendements excédentaires estimés sont positifs sur la plupart des périodes de l'échantillon. Il est important de noter que les BC ne surperforment pas seulement en période favorable. En revanche, les rendements excédentaires les plus importants proviennent des périodes difficiles, c'est-à-dire les périodes de crise. Ce résultat est cohérent avec des études qui démontrent l'importance de la culture d'entreprise et de la responsabilité sociale des entreprises en période difficile comme Lins, Servaes et Tamayo (2017), Graham et al. (2018), et Li et al. (2020). En outre, les auteurs n'observent aucune tendance particulière (à la hausse ou à la baisse) de la taille de l'alpha du portefeuille BC au cours de l'échantillon de quatre décennies étudié.

LES RAISONS DE LA PERSISTANCE DE LA SURPERFORMANCE RESTENT FLOUES

Cependant, plus d'une décennie après la découverte d'une surperformance significative d'une stratégie ISR basée sur la satisfaction des salariés et malgré la forte progression de l'ISR, on ignore pourquoi cette surperformance persiste. L'une des raisons potentielles pourrait être que la plupart des fonds et des investisseurs se concentrent sur un filtrage d'exclusion/négatif plutôt que sur un filtrage positif ou « best-in-class ». Une autre raison potentielle pourrait être que les fonds responsables se concentrent davantage sur les dimensions « E » (environnement) et « G » (gouvernance) de la responsabilité sociale plutôt que sur l'aspect « S » (social). En outre, la plupart des approches de l'investissement ESG reposent principalement sur des notes ESG et des facteurs facilement quanti-

fiables. Ces approches ignorent des facteurs qualitatifs importants tels que l'équité, le respect, la fierté et la camaraderie qui servent à mesurer la satisfaction des salariés.

Dans ce contexte, la valeur liée à l'obtention et/ou à la construction de données fiables sur la satisfaction des salariés pour un ensemble plus large d'entreprises pourrait être significative. Plus spécifiquement, si le marché boursier sous-estime les informations sur la satisfaction des salariés qui sont annoncées publiquement et qui bénéficient d'une large couverture, une telle sous-évaluation risque d'être plus importante pour les entreprises qui reçoivent moins d'attention. Cela nécessiterait toutefois des données fiables sur la satisfaction des salariés sur un plus grand ensemble d'entreprises. L'obtention de ces données est certainement réalisable dans la pratique.

DES ÉTUDES SUPPLÉMENTAIRES SONT ENCOURAGÉES

Les auteurs encouragent les recherches futures à aborder au-delà de la satisfaction des salariés l'impact d'autres aspects de la responsabilité sociale des entreprises, tels que la protection de l'environnement, le racisme, la santé des consommateurs, la diversité des genres, les écarts de rémunération excessifs, les droits de l'Homme ou le travail des enfants. Deuxièmement, les données de l'étude ne comprennent que les entreprises ayant la plus grande satisfaction des salariés et n'identifient pas celles qui enregistrent des performances médiocres. Il serait donc intéressant d'analyser si les entreprises dont le niveau de satisfaction des salariés est faible génèrent des rendements positifs, négatifs ou anormaux.

En outre, si l'aspect particulier de la responsabilité sociale (c'est-à-dire la satisfaction des salariés) est payant pour les actionnaires dans l'échantillon de quatre décennies analysé, il existe certainement d'autres facteurs qui nécessitent un compromis entre responsabilité sociale et performance financière. L'identification de ces facteurs serait importante pour que les actionnaires forment des attentes réalistes. Il serait également utile pour les responsables politiques de concevoir de meilleures mesures incitatives et de meilleures politiques afin d'améliorer les résultats sociaux lorsqu'il est trop coûteux pour les actionnaires d'investir.

Enfin, les auteurs n'enquêtent que sur l'effet de la satisfaction des salariés sur les rendements aux actionnaires. L'étude de son impact sur d'autres parties prenantes, comme les créanciers et les consommateurs, constituerait une autre piste de recherche intéressante.

Boustanifar, Hamid and Kang, Young Dae, Employee Satisfaction and Long-run Stock Returns, 1984-2020 (30 septembre 2021). Financial Analysts Journal, 78:3, 129-151, Disponible sur <https://ssrn.com/abstract=3933687>.

À LA RENCONTRE DES SOCIÉTÉS

TERNA

Le Groupe italien Terna est l'un des principaux opérateurs européens et mondiaux dans le domaine du transport de l'électricité. Il exploite la grille nationale de transport à haute tension qui se compose d'environ 75 000 kms de lignes, 900 sous-stations électriques réparties sur l'ensemble du territoire italien et 26 interconnexions avec des pays étrangers. Sa mission consiste à garantir, 24 heures sur 24, le fonctionnement, la qualité et l'efficacité du système électrique italien et d'assurer des conditions d'accès égales à tous les opérateurs du marché.

Terna joue un rôle crucial dans le processus de transition énergétique menant à une décarbonation complète et à une intégration de l'énergie renouvelable dans le réseau. Le plan industriel 2021-2025, baptisé "Driving Energy", prévoit un investissement total de 10 milliards d'euros, permettant à Terna d'accélérer son engagement en faveur de la transition écologique, de l'indépendance énergétique et de la décarbonation du pays. Cela renforcera son rôle dans le pilotage du système électrique italien, conformément aux objectifs fixés dans le Plan national intégré pour l'énergie et le climat ("PNIEC") et aux objectifs du "Fit For 55" de l'Union européenne, qui visent à réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030. En 2021, environ 36 % de la demande totale d'énergie était satisfaite par des sources d'énergie renouvelables.

Lancé au début de l'année 2021, NexTerna est un programme destiné à provoquer une transformation culturelle dans tous les secteurs de l'entreprise et s'accompagne d'un fort accent sur la formation, ce qui est indispensable dans le contexte de forte croissance des effectifs envisagée.

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

CONSEIL DE LECTURE

NEW YORK 2140 QUAND L'ANTICIPATION RAMÈNE AU PRÉSENT ET NON À LA FICTION

« New York 2140 » est un roman d'anticipation écrit par Kim Stanley Robinson, écrivain « best-seller » résidant en Californie, écologiste et optimiste, qui collabore régulièrement avec le Sierra Nevada Research Institute. Après deux grands vagues d'élévation du niveau des mers d'environ quinze mètres au total, liées à la fonte des glaces dans l'Antarctique et au Groenland, New York est devenue une grande Venise à la fin du XXI^{ème} siècle. Le roman aborde notamment avec beaucoup d'humour et de crédibilité la vie d'habitants d'un gratte-ciel aux profils bien



New York 2140
de Kim Stanley
Robinson

différents, du trader à l'inspectrice de police en passant par le concierge et la présidente du conseil syndical des copropriétaires. Un livre recommandé pour tous et pas seulement aux amoureux de « Big Apple ».

28 juillet 2022

L'ensemble des ressources naturelles renouvelables par la planète en un an a été consommé au 28 juillet.

Source : Global Footprint Network.

68,1%

En 2022, l'écart global mondial entre les sexes a été comblé à hauteur de 68,1%.

Source : World Economic Forum. N.B. : l'écart global prend en compte plusieurs mesures telles que la santé, l'émancipation politique, la participation économique, la reprise sur le marché du travail, le leadership, l'accumulation de richesse, la priorisation des compétences d'apprentissage tout au long de la vie, ou encore le niveau de stress.

L'ENGAGEMENT DE L'INVESTISSEUR, INDISPENSABLE ET INSUFFISANT À LA FOIS

L'engagement désigne le fait pour un investisseur d'entamer un dialogue direct dans la durée avec une entreprise dans laquelle il est investi, en actions et/ou en dette, et cela afin d'inciter et obtenir une amélioration des politiques et pratiques en matière Environnementale, Sociale et/ou de Gouvernance (ESG). L'engagement est une démarche plus structurée que le simple dialogue à l'occasion de rencontres avec les entreprises. Il nécessite de formaliser son dialogue, définir un ou plusieurs objectifs ainsi que des indicateurs de mesure du succès, planifier un agenda actant d'une réussite plus ou moins complète ou d'un revers, prévoir à l'avance la(es) décision(s) à prendre en cas d'échec (cession de l'investissement, déclaration publique en assemblée générale, etc.), ou encore rendre compte régulièrement en interne comme en externe.

DES HORIZONS DE TEMPS TRÈS DIFFÉRENTS

L'engagement peut couvrir aussi bien des objectifs de transparence, les plus faciles à obtenir, que d'amélioration opérationnelle et enfin d'évolution stratégique, le plus compliqué à réaliser. Les horizons de temps sont dès lors très différents.

Historiquement, l'engagement concerne en priorité les actions, naturellement en lien avec les politiques de vote aux assemblées générales et d'éventuels dépôts de résolution mais le sujet est

tout aussi pertinent en pratique dans les échanges entre porteurs de dettes et émetteurs. L'engagement peut être individuel, porté par un seul investisseur. Il est aussi collectif, fédérant un pool d'investisseurs, pour avoir plus d'impact et mutualiser les coûts élevés associés à l'engagement.

L'INVESTISSEUR DOIT RÉORIENTER SES PLACEMENTS

Un sujet critique et clé émerge, celui de la mesure de l'efficacité de l'engagement. Si publiquement plus des trois quarts des entreprises avec lesquelles des actions d'engagement sont menées reconnaissent « prendre en compte » les demandes formulées par les investisseurs, le taux de succès, sur les évolutions stratégiques consécutives à ces actions d'engagement, est faible.

L'engagement ne suffit donc pas pour obtenir un impact social, environnemental ou sur la gouvernance. Or, c'est le défi du XXI^{ème} de l'investisseur que celui de pouvoir mesurer l'impact de son investissement en plus du rendement et du risque financier associés. Dans le débat actuel sur le risque d'éco-blanchiment, le fait de concentrer uniquement sa démarche d'investisseur sur le seul levier de l'engagement est de plus en plus critiqué par les parties prenantes (ONG, médias, etc.). De façon active, l'investisseur doit aussi réduire progressivement ses investissements liés à des activités identifiées comme des pratiques risquées en matière de durabilité, et réorienter ses placements vers les solutions sociales et environnementales et les pratiques les plus vertueuses.

Octobre 2022. Document non contractuel exclusivement conçu à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 – 332.652.536 R.C.S. Paris
www.edram.fr



EDMOND
DE ROTHSCHILD

ON NE
SPÉCULE
PAS SUR
L'AVENIR.
ON LE
CONSTRUIT.

EDMOND DE ROTHSCHILD
L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.

MAISON D'INVESTISSEMENT | edmond-de-rothschild.com