



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**

CHRONIQUES DE L'ISR

N°32 - Janvier 2023



Actualité | p.2

LA COP15
BIODIVERSITÉ POUR
« UN PACTE DE PAIX
AVEC LA NATURE »

Point de vue académique | p.4 et 5

QUI PAIE POUR LA
DURABILITÉ ? UNE ANALYSE
DES OBLIGATIONS LIÉES À
LA DURABILITÉ



JEAN-PHILIPPE DESMARTIN
Directeur de l'Investissement
Responsable

2023 SERA L'ANNÉE DE LA BIODIVERSITÉ

8 milliards d'êtres humains sur Terre, c'est un nouveau seuil atteint fin 2022, entraînant des pressions multiples sur les ressources. L'explosion de la population mondiale - qui a quadruplé en moins d'un siècle - constitue un défi en particulier pour la biodiversité.

Bonne nouvelle, une COP en cache une autre. Fin 2022, la COP15 Biodiversité à Montréal a surpris favorablement contrairement à la COP27 Climat à Charm el-Cheikh. Nous en parlons largement dans la rubrique Actualité. Sa réussite avec des objectifs concrets et ambitieux après plus de 10 années de déception va faire de 2023 l'année de la biodiversité. Côté gouvernements, tous les Etats vont pouvoir construire ou aligner leurs stratégies biodiversité avec l'accord de Kunming-Montréal.

Concernant les entreprises et investisseurs, la version 1.0 de la feuille de route de la *Taskforce on Nature-related Financial Disclosures* (TNFD) est annoncée pour la fin de l'année 2023. Elle va constituer un premier langage commun global autour de la biodiversité pour tout le secteur privé, comme la *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) l'a été pour le climat en 2017. Pour les investisseurs, cela reviendra selon nous à innover, à construire une feuille de route commune climat & biodiversité s'appuyant sur les deux cadres TCFD et TNFD qui sont compatibles. Nous serons heureux de partager cette courbe d'apprentissage prévue en 2023.

Toujours dans un souci d'efficacité, une annonce pourrait être salvatrice. Celle d'envisager la concomitance des COP Climat et Biodiversité. Toutes les parties prenantes s'entendent sur le fait que ces deux défis environnementaux ET sociaux sont étroitement liés concernant les problèmes comme les solutions. Une meilleure coordination permettrait à la fois de lancer définitivement les COP Biodiversité et de contribuer à soutenir les COP Climat. Cela pourrait être une annonce surprise et positive dans le cadre de la prochaine COP28 à Dubaï en 2023.

Comme le dit le philosophe Henri Bergson : « L'avenir n'est pas ce qui va nous arriver, mais ce que nous allons en faire ».

Bonne lecture.



**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

LA COP15 BIODIVERSITÉ POUR « UN PACTE DE PAIX AVEC LA NATURE »

La Coupe du monde de football ou encore la guerre en Ukraine n'expliquent pas tout. Les médias ont peu repris les résultats de la COP15 Biodiversité qui s'est déroulée à Montréal. Et pourtant cette COP, présentée comme le sommet de la dernière chance, a fait mentir les pronostics.

UN ACCORD HISTORIQUE...

Après 4 ans, l'absence des chefs d'États n'a pas empêché les négociations d'aboutir le 19 décembre à l'accord de Kunming-Montréal. Cet accord, signé par les 196 États de l'ONU y compris en dernière ligne droite par la République Démocratique du Congo, peut être considéré comme le pendant pour la biodiversité de l'accord de Paris pour le climat. Il donne enfin un cadre de mise en œuvre pour les huit prochaines années avec des indicateurs précis. À chaque pays de formaliser sa propre stratégie de biodiversité d'ici fin 2024.

L'objectif collectif est profondément louable ; rendre à nouveau la Terre habitable pour l'ensemble du vivant, y compris l'être humain.

...POUR ÉVITER LA 6^{ème} EXTINCTION DE MASSE DU VIVANT

L'Amazonie proche du point de bascule, la surpêche dans les océans, les populations d'insectes et d'oiseaux en déclin accéléré... Alors que le WWF estime que la moitié du PIB mondial dépend de la nature et de sa préservation, l'IPBES, l'équivalent du GIEC pour la biodiversité, estime que 75% des écosystèmes mondiaux terrestres et 66% des océans sont dégradés. Un million d'espèces de plantes et d'animaux sont menacés de disparition à un rythme 10 à 100 fois plus élevé que le taux naturel.

De son côté, la CDC Biodiversité estime une perte moyenne de 40% de la biodiversité au niveau mondial, soit « 20 à 25% en dessous de la zone d'incertitude acceptable pour l'avenir de l'humanité ». Personne n'en parle mais la situation de la biodiversité est davantage détériorée que celle du climat.

L'ENGAGEMENT MONDIAL DE PROTÉGER 30% DES SURFACES TERRESTRES ET MARITIMES

L'engagement principal pris par l'ensemble des États consiste en la création d'aires protégées sur 30% de la planète, zones terrestres et maritimes comprises. Cet objectif est présenté, certes de façon réductrice, comme l'équivalent pour la biodiversité de l'objectif climat de l'accord de Paris de fin 2015. Ces chiffres sont à comparer avec respectivement 17% et 10% des zones terrestres et maritimes protégées aujourd'hui au niveau mondial.

LES AUTRES ENGAGEMENTS PRIS SONT AUSSI CLÉS

Parmi les 23 objectifs retenus pour 2030, d'autres engagements pris sont également vitaux et ambitieux. On citera en particulier :

- Des garanties pour les peuples autochtones, gardiens de 80% de la biodiversité subsistant sur terre ;
- L'objectif de réduire de moitié les pertes de nourriture ;
- La réduction de la pollution liée au plastique (on ne peut que penser au 7^{ème} continent ou vortex de plastique situé dans le nord-est du Pacifique) ;

► La baisse des subventions jugées néfastes à la nature à hauteur de 500 milliards de dollars par an (les subventions aux énergies fossiles par exemple) ;

► La réduction de la moitié des risques liés à l'usage des pesticides. Cette référence aux pesticides n'a pas disparu (un miracle ?) du texte final à la dernière minute.

LES QUESTIONS DU FINANCEMENT NE SONT PAS RÉGLÉES MAIS...

Ceux qui voient le verre à moitié vide diront que la question des financements est loin d'être réglée. Beaucoup s'inquiètent que les moyens ne soient pas à la hauteur et parlent de 100 milliards de dollars nécessaires chaque année. Il est pourtant d'ores et déjà proposé un doublement au moins de l'aide internationale pour la biodiversité d'ici 2025. Elle devrait ainsi passer de 10 à au moins 20 milliards de dollars par an puis à au moins 30 milliards d'ici 2030. La COP15 a également approuvé la création dès 2023 d'une branche dédiée à la biodiversité au sein de l'actuel Fonds mondial pour l'environnement (FEM).

« LA PLUPART DES GENS DISENT QUE C'EST MIEUX QUE CE QUE NOUS ATTENDIONS DES DEUX CÔTÉS, POUR LES PAYS RICHES COMME POUR CEUX EN DÉVELOPPEMENT. C'EST LA MARQUE D'UN BON TEXTE ».

Lee White, ministre gabonais de l'Environnement à l'AFP.

QUI PAIE POUR LA DURABILITÉ ? UNE ANALYSE DES OBLIGATIONS LIÉES À LA DURABILITÉ



Dr. JULIAN KÖLBEL

Julian Kölbl est professeur adjoint de finance durable à l'Université de Saint-Gall, à l'École de finance et au Centre d'innovation des services financiers. Il est également chercheur affilié au MIT Sloan, où il est cofondateur de l'*Aggregate Confusion Project*, et membre de la faculté du Swiss Finance Institute. Ses recherches portent sur l'impact réel de l'investissement durable, l'analyse des paramètres environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et les préférences des investisseurs en matière de durabilité. Julian a étudié à l'ETH Zurich et à l'Université d'Oxford. En plus de son travail académique, il est membre du comité d'investissement du fonds de pension suisse Abendrot.



ADRIEN-PAUL LAMBILLON

Adrien-Paul Lambillon est chercheur en finance durable à l'Université de Zurich. Il est également chercheur affilié au *Center of Competence for Sustainable Finance (CCSF)*. En plus de son travail académique, il est membre de l'équipe *ESG & Sustainability* chez Partners Group, un gestionnaire d'investissement international sur les marchés privés. Adrien-Paul a étudié à l'Université de Saint-Gall, ainsi qu'à l'École Polytechnique, HEC Paris et l'ENSAE.

L'une des évolutions récentes dans le domaine du financement des entreprises est l'émission d'obligations liées à la durabilité (*sustainability-linked bonds*, SLB). Il s'agit des types d'instruments obligataires qui incitent l'émetteur à atteindre des objectifs de performance prédéterminés en matière de durabilité. Certains objectifs de durabilité liés, par exemple, aux notes ESG ou aux émissions de gaz à effet de serre (GES) sont donc inclus dans la documentation des obligations et dans l'ajustement de la marge. L'ajustement de la marge est un mécanisme par lequel le coupon de l'obligation est ajusté pendant la durée de vie de l'obligation selon que l'entreprise atteint ou non les objectifs de durabilité prédéterminés et vérifiés en externe. Du point de vue de l'investissement à impact, les SLB constituent donc un mécanisme important et prometteur.

Les SLB semblent émerger comme un instrument majeur de financement durable des capitaux pour les entreprises. Bien que le volume des SLB soit encore relativement faible, il enregistre une forte croissance. La première émission de SLB a été réalisée en décembre 2018. Depuis lors, la taille du marché des obligations émises a dépassé 140 milliards de dollars (USD) à fin 2021. À l'heure actuelle, on sait peu de choses sur ce nouvel instrument financier et nous n'avons connaissance d'aucune étude portant sur les SLB.

Dans cet article, les auteurs tentent de comprendre qui paie pour l'amélioration de la durabilité dans le cas des SLB. Si c'est l'investisseur qui paie pour l'amélioration de la durabilité, alors les SLBS sont un mécanisme qui permet aux investisseurs d'avoir un impact. Si c'est l'entreprise qui paie, les SLB constituent un outil de fléchage coûteux par lequel les entreprises indiquent leur engagement en faveur de la durabilité.

APPROCHE GLOBALE

Pour répondre à cette question, l'article analyse comment les prix des SLB sont fixés à l'émission par rapport à leurs homologues non durables et examine comment l'accord sur l'objectif de durabilité affecte le prix d'émission. A priori, on pourrait s'attendre à ce que ce soient les investisseurs qui paient pour l'impact d'une SLB. Dans ce cas, une SLB qui spécifie une augmentation (« step-up ») si l'émetteur ne parvient pas à atteindre l'objectif de durabilité devra avoir un rendement inférieur à l'émission par rapport à une obligation conventionnelle. Toutefois, il est également possible que ce soient les entreprises qui paient, en utilisant une SLB pour signaler leur engagement à atteindre un objectif de durabilité. Dans ce cas, une SLB assortie de « step-up » (clause de renchérissement du coupon) pourra se négocier en ligne avec les obligations conventionnelles voire avec une valorisation supérieure.

MÉTHODOLOGIE DE CORRESPONDANCE ET APPROCHE EMPIRIQUE

Afin de répondre à la question de recherche et tester l'existence d'une prime de durabilité, les auteurs ont recours à une approche de correspondance au niveau des obligations. L'objectif de la procédure de correspondance est de former des paires d'obligations composées d'une SLB et d'une obligation non durable du même émetteur qui soit aussi similaire que possible, à l'exception des caractéristiques de durabilité qui lui sont associées. Dans un premier temps, les auteurs

établissent un échantillon de 102 paires d'obligations. L'échantillon de SLB (d'entreprises) est extrait de la base de données des obligations de Bloomberg, qui couvre toutes les obligations qualifiées « d'obligations liées à la durabilité » au 31 décembre 2021. Chaque paire d'obligations est constituée d'une SLB et d'une obligation contrefactuelle non durable du même émetteur. Dans un deuxième temps, les auteurs comparent et analysent le différentiel de rendement entre les SLB et les obligations conventionnelles de la même entreprise face au même risque financier, une fois que toutes leurs différences ont été prises en compte. Enfin, dans un troisième temps, ils effectuent une analyse coût-bénéfice de l'émission de SLB.

RÉSULTATS

Les résultats montrent que dans la plupart des cas, les investisseurs paient pour l'amélioration de la durabilité, tandis que les émetteurs bénéficient d'une prime de durabilité. Il est possible d'établir trois grandes conclusions :

- Premièrement, les résultats indiquent qu'il existe une prime de durabilité statistiquement significative. Le différentiel de rendement entre les SLB et les contrefactuelles non durables à l'émission est en moyenne de -29,2 points de base (pb). Les émetteurs de SLB bénéficient d'un coût du capital plus faible, tandis que les investisseurs paient pour l'amélioration de la durabilité.
- Deuxièmement, les résultats confirment que la dynamique des prix est différente pour les SLB à l'échéance et les SLB remboursables par anticipation (« callable »). Les émetteurs de SLB « callable » bénéficient d'une prime de durabilité significativement plus élevée.
- Troisièmement, certains émetteurs de SLB sont gagnants sur tous les tableaux, car leurs économies financières sont supérieures à la pénalité potentielle, d'autant plus qu'ils disposent d'une option d'achat (« call ») pour réduire cette pénalité. Étant donné que le « step-up » moyen du coupon est inférieur à la prime de durabilité et entre en vigueur au cours de la/des dernière(s) année(s) d'une SLB, les entreprises bénéficient d'un coût du capital inférieur même lorsqu'elles ne parviennent pas à atteindre leurs objectifs environnementaux ou sociaux (SPT).

« GREENWASHING » OU FLÉCHAGE ?

L'existence d'une prime fournit des informations pertinentes sur les motivations potentielles des entreprises qui émettent des SLB, à savoir le fléchage, le « greenwashing » ou le coût du capital.

Les résultats suggèrent que la plupart des SLB encouragent l'amélioration de la durabilité en offrant un coût du capital inférieur. En raison de l'existence d'une prime de durabilité, les émetteurs bénéficient d'un coût du capital inférieur en émettant des SLB, et peuvent donc être poussés par des motivations financières.

Étant donné les avantages qu'elles offrent, de nom-

breux émetteurs peuvent également utiliser les SLB pour pratiquer une forme de « greenwashing », notamment en les émettant uniquement à des fins d'optimisation financière sans réel engagement à améliorer la durabilité. On peut en particulier avoir des doutes sur l'engagement des émetteurs de SLB qui affichent des SPT peu ambitieux ou lorsque les pénalités potentielles sont faibles. En outre, la caractéristique de remboursement anticipé d'une part élevée de SLB, surtout dans les économies développées, peut réduire davantage la pénalité et l'engagement futurs des émetteurs, laissant ainsi entrevoir potentiellement des motivations de « greenwashing » de leur part.

À l'inverse, les résultats montrent qu'environ un tiers des entreprises ne bénéficient pas d'un coût du capital inférieur et s'engagent à accepter une pénalité potentielle élevée si elles ne parviennent pas à atteindre leurs objectifs de performance en matière de durabilité. Ces émetteurs semblent donc émettre des SLB pour signaler leur engagement à réaliser leurs objectifs de durabilité. Ils peuvent utiliser les SLB comme un outil de fléchage coûteux pour indiquer leur engagement à mettre en place des activités plus durables ou dans le cadre d'une analyse de rentabilisation permettant de définir un prix de la durabilité interne à l'entreprise.

NOUVELLES PERSPECTIVES

Dans la mesure où le document est la première étude traitant du nouveau phénomène des SLB, il offre une multitude de possibilités de recherche futures.

De telles recherches pourraient, par exemple, analyser le degré d'ambition des objectifs de durabilité fixés par les entreprises et examiner à quel point une déviation par rapport à l'objectif influe sur la prime de durabilité des SLB, afin de mieux cerner la motivation des émetteurs et de permettre de faire la distinction entre des finalités de fléchage et de « greenwashing ». La dynamique du marché pourrait être prise en compte, en analysant l'impact de la demande des investisseurs sur les prix de ces SLB sur les marchés obligataires primaires et secondaires. En outre, alors que le présent article se concentre sur le différentiel de rendement des obligations à leur émission, de futures recherches pourraient analyser le développement des SLB sur le marché secondaire ainsi que l'impact réel des SLB sur le profil de durabilité des entreprises. Enfin, l'accent mis par le présent article sur la perspective et les motivations des émetteurs pourrait être complété par des études ultérieures intégrant la perspective des investisseurs.

Note : une version mise à jour de cet article sera publiée au T1 2023 par les auteurs. Julian Kölbel et Adrien-Paul Lambillon, *Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds* [« Qui paie pour la durabilité ? Une analyse des obligations liées à la durabilité »] (12 janvier 2022). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4007629> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4007629>

CRODA INTERNATIONAL

Croda International est une entreprise britannique de chimie spécialisée. Fondée dans le Yorkshire, elle fêtera son centenaire en 2025. Les origines de l'entreprise expliquent toujours son intérêt principal en matière de durabilité. Entre les deux guerres, un entrepreneur, Mr Crowe et un chimiste, Mr Dawe, s'intéressent dans le nord de l'Angleterre à l'utilisation qui pourrait être faite de la graisse naturelle récupérée au moment de la tonte des moutons.

Croda International se fournit toujours aujourd'hui majoritairement (69% en 2021) à partir de produits naturels et non fossiles contrairement à l'immense majorité des chimistes. Quatre générations plus tard, l'entreprise a trouvé de nombreux débouchés auprès des secteurs des cosmétiques, des fragrances ou encore des sciences de la vie qui cherchent de plus en plus à intégrer des ingrédients naturels.

Les qualités en matière d'intégration des critères ESG de Croda International ne sont pas uniquement liées à son modèle d'affaires historique mais également à des pratiques et des engagements. On citera à titre d'exemples :

- Un management de qualité et stable mettant l'Homme au centre de l'entreprise et le responsabilisant, avec pour conséquence un turnover des salariés limité (8% en 2021, 5% en 2020) ;
- De constants efforts d'innovation, l'un des axes actuels de recherche étant les bio pesticides ;
- Un engagement fort en faveur du climat avec des objectifs de +1.5°C validés par l'initiative SBTI ;
- En matière de gouvernance, un conseil d'administration indépendant, une politique de rémunération cohérente et alignée avec la performance financière et extra-financière et une séparation des fonctions entre Président et Directeur Général.

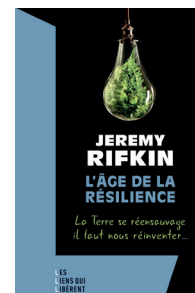
1. Science-based Targets Initiative.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible des dites 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.

L'ÂGE DE LA RÉSILIENCE : « LA TERRE SE RÉENSAUVAGE, IL FAUT NOUS RÉINVENTER... »

Ancien conseiller de Barack Obama, Jeremy Rifkin a publié des ouvrages majeurs dont le New Deal vert. Il nous revient avec un message simple. L'ère du progrès centré sur l'efficacité a marqué notre développement récent. Il doit laisser de la place à la résilience pour surmonter les vulnérabilités de l'environnement et de nos sociétés. La planète a de moins en moins de marges de manœuvre face à l'espèce humaine.

Un chiffre : l'homo sapiens constitue moins de 1% de la biomasse terrestre mais consommait 24% de la production primaire nette issue de la photosynthèse en 2000. Ce chiffre pourrait atteindre 44% en 2050. À noter que



L'âge de la résilience
de Jeremy Rifkin

Rifkin réhabilite les physiocrates. Ces économistes intégraient, pour leur part, le coût des ressources naturelles. Bonne nouvelle, l'espèce humaine possède de grandes capacités d'adaptation et redécouvre le lien vertueux entre nature et santé.

30%

Engagement pris par tous les gouvernements dans le cadre de l'accord Kunming-Montréal de protection de 30% des zones terrestres et des écosystèmes côtiers et marins afin de renforcer la biodiversité.

Source : Convention on Biological Diversity ; 18 décembre 2022.

8 Milliards

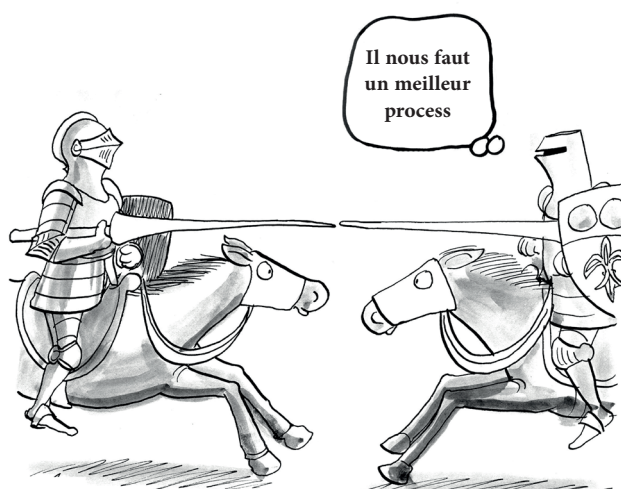
La population mondiale depuis le 15 novembre 2022. Il a fallu 12 ans pour passer de 7 à 8 milliards d'individus.

Source : ONU ; novembre 2022.

ENJEUX DU DÉPÔT DE RÉSOLUTIONS EN ASSEMBLÉE GÉNÉRALE PAR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Engagée depuis de nombreuses années auprès des entreprises afin de les aider à améliorer leurs pratiques et stratégies ESG, Edmond de Rothschild Asset Management a toujours utilisé son droit d'actionnaire, tel que le vote mais aussi le dépôt de résolution en assemblée générale (AG).

Or, ces dernières années, les investisseurs ont eu plus de difficultés à déposer des résolutions en AG. Les délais impartis très courts ou encore les seuils de détention élevés obligeant les investisseurs à se coordonner afin de déposer des résolutions constituent des freins. Mais c'est surtout le manque de clarté des règles concernant la recevabilité des résolutions qui permet aux émetteurs de refuser l'inscription des résolutions à l'ordre du jour, comme l'ont fait Total et Vinci en 2022 et 2020 respectivement.



UNE CLARIFICATION NÉCESSAIRE DES RÈGLES DU JEU

Edmond de Rothschild Asset Management et l'agence de conseil de vote Proxinvest ont donc organisé en octobre 2022 une table ronde sur ce sujet des dépôts de résolution externe. Loïc Dessaint, responsable de la gouvernance chez Proxinvest, a rappelé l'importance du dialogue et de l'engagement pour les investisseurs, notamment dans le cadre de l'article 29 de la loi énergie climat. Antoine Gaudemet, professeur de droit privé à l'université Panthéon Assas, a insisté sur la non applicabilité de l'arrêt Motte en la matière, argument utilisé par les entreprises pour refuser l'inscription des résolutions.

De nombreux investisseurs présents à cette table ronde ont apporté des idées pour simplifier et clarifier ce régime de dépôt des résolutions et souligner l'importance des résolutions externes environnementales et sociales dans la progression des entreprises sur ces sujets. En 2023, nul doute que ces discussions continueront, pour préparer sereinement la saison des assemblées générales au printemps, notamment en attendant d'éventuelles contributions de la Commission Climat et Finance durable de l'AMF.

Janvier 2023. 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