

Septembre 2021

Interview avec Nicolas Forest

Global Head of Fixed Income

Gestion obligataire : en route vers l'intégration ESG

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY



Gestion obligataire : en route vers l'intégration ESG

Nicolas Forest, Global Head of Fixed Income, répond à nos questions sur l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à la gestion obligataire.



Nicolas Forest

Global Head of Fixed Income

Nicolas, compte tenu de l'absence de définitions harmonisées dans le secteur, comment définir l'« intégration » ESG ?

Intégrer signifie incorporer, faire entrer dans un ensemble. Je pense que cette définition très générale du terme s'applique très bien au contexte d'une démarche ESG.

L'intégration ESG ne se résume pas à une compilation de données, il faut les comprendre et savoir les interpréter. Et être en mesure d'anticiper les évolutions.

De mon point de vue, l'élément le plus important à retenir est que l'intégration est un **processus** et non un résultat. Il s'agit d'incorporer les risques et les opportunités liés aux facteurs ESG au sein de la gestion obligataire traditionnelle et de l'analyse financière, afin de prendre des décisions d'investissement.

Le processus d'intégration ESG comprend également une part de *pédagogie* pour tous les investisseurs, que ce soit les gérants de portefeuille, les analystes et les détenteurs d'actifs. C'est comme cela que nous appréhendons l'analyse d'une entreprise ou d'un émetteur souverain.

Quels résultats attendez-vous ?

Nous espérons obtenir de meilleures performances ajustées aux risques sur le long-terme. Et par la même occasion, je pense qu'une véritable intégration des facteurs ESG dans les processus de gestion obligataire à

travers l'ensemble du secteur permettra d'allouer le capital de manière plus efficace, générant ainsi des impacts sociétaux plus positifs.

Vous parlez d'intégration réelle ; les investisseurs doivent-ils privilégier une méthodologie particulière pour éviter le 'greenwashing' ?

Il s'agit là de deux questions. Comme pour les autres aspects touchant à l'analyse financière, il n'existe pas une seule et unique méthode. Plusieurs approches efficaces co-existent. Lors du choix d'une stratégie, les détenteurs d'actifs doivent bien examiner le processus de gestion proposé pour s'assurer que la démarche d'intégration ESG est alignée avec leur propre philosophie d'investissement et avec leurs objectifs de risque/rendement spécifiques.

Le 'Greenwashing' est une problématique qui est liée. La réglementation SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) mise en place récemment par l'Union Européenne constitue un grand pas en avant. Vis-à-vis des porteurs de parts, celle-ci renforce la transparence sur les caractéristiques ESG et les objectifs de durabilité, mais également sur les outils de mesure et de reporting portant sur la réalisation (ou non) de ces dits objectifs et caractéristiques. Encore une fois, il s'agit d'une étape sur la voie de l'intégration. Les entreprises et les pays ne produisent pas toujours les données non-financières qu'ils ou elles promettent, et encore moins celles que les investisseurs recherchent. Il est difficile de bâtir un système de reporting pertinent pour les détenteurs d'actifs si les émetteurs n'ont pas publié des données comparables.

Face à la demande exponentielle pour les produits ESG ces dernières années, tous les gérants d'actifs ne disposent pas de la formation ou de l'expérience requise pour concevoir et gérer un processus d'investissement qui intègre réellement les facteurs ESG.

Comment peut-on mesurer les résultats d'une intégration ESG ?

Au même titre que nous mesurons les résultats d'une gestion financière par rapport à un indicateur de référence ou un indice de marché, il est possible de mesurer le « succès » ESG. Pour y parvenir, les détenteurs d'actifs doivent définir ce qu'ils recherchent. Cette première étape leur permet de choisir une métrique ou des indicateurs de performance clés (IPC). Par exemple, un indicateur utilisé couramment pour la réduction des émissions de gaz à effet de serre est l'empreinte carbone du portefeuille, comparée à celle de l'indice sélectionné pour mesurer les performances financières. Bien que l'accès aux informations s'améliore, celles-ci ne sont pas toujours disponibles ; il est donc possible d'utiliser des indicateurs de substitution : si les chiffres de diversité ne sont pas communiqués sur le périmètre de l'entreprise, le pourcentage de femmes au Comité Exécutif peut donner une bonne indication. Les IPC peuvent être mesurés en absolu ou en relatif par rapport à un indice : par exemple, le portefeuille peut viser une baisse de 5 % de l'empreinte carbone par an (tout comme les objectifs de performance et le reporting d'un fonds, qui peuvent être absolus ou relatifs). Il est important de réfléchir aux IPC qui sont sélectionnés ; ces derniers doivent s'appuyer sur des données scientifiques et/ou des objectifs sociaux clairement définis.

Quelles différences entre les obligations et les actions au niveau de l'intégration ESG ?

Il n'y a pas de mystère. Lorsque l'on intègre les facteurs ESG, nous retrouvons les mêmes similitudes et les mêmes différences que dans le reste du processus d'analyse. Par exemple, les obligations affichant un profil plus asymétrique que les actions, l'identification des risques de baisse est enrichie lorsque des éléments complémentaires, notamment les facteurs ESG, sont incorporés à la mosaïque d'informations.

Rappelons que certains types d'obligations peuvent générer des gains importants : les obligations convertibles peuvent devenir des actions et les obligations Haut Rendement (High Yield) peuvent évoluer en catégorie *Investment Grade*. Ainsi, il est important d'appréhender l'ensemble des facteurs fondamentaux – notamment ESG – lorsque la balance des probabilités semble orientée à la hausse, en réalisant une analyse exhaustive du modèle économique, des flux de trésorerie futurs et des opportunités à venir.

De manière plus globale, la notion d'Investisseur Responsable diffère selon que l'on détienne des actions ou des obligations. Les actionnaires détiennent des parts dans l'entreprise – ainsi, un investisseur responsable en actions veille à la bonne gestion de cette dernière. En revanche, les détenteurs d'obligations financent les activités d'une entreprise ou d'un pays. Un investisseur responsable en obligations s'assure que le capital est bien alloué aux entreprises pour qu'elles puissent mener des activités durables.

Pourriez-vous nous donner quelques exemples des éléments clés ?

La **Gouvernance** offre un bon point de départ, car les gérants obligataires intègrent les facteurs de gouvernance depuis de nombreuses années, dans l'objectif de réduire le risque et d'optimiser les performances.

Ils examinent systématiquement certains aspects de Gouvernance quantifiables, comme l'indépendance du Conseil d'Administration et le nombre d'administrateurs externes, si les résultats ont été correctement retraités ou encore l'indépendance du Comité de Rémunération. Les investisseurs obligataires intègrent également depuis longtemps des facteurs qualitatifs, comme l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des investisseurs et la complexité de la structure juridique et financière de l'entité.

La notion de *durabilité* devient une exigence croissante dans certaines activités et juridictions ; il semble donc logique d'élargir l'analyse des critères de rémunération de long terme pour s'assurer que ces derniers intègrent des objectifs liés au développement durable. La clé est de distinguer les objectifs de développement durable réels des vœux pieux, voire des objectifs trompeurs (c'est-à-dire des pratiques de 'greenwashing' par l'émetteur).

En revanche, les facteurs **Sociaux** sont peut-être les plus difficiles à intégrer dans une gestion obligataire. D'une part, un facteur donné n'aura pas la même importance selon les secteurs. Les aspects liés à la Santé et à la Sécurité sont bien entendu plus importants pour un industriel que pour un éditeur de logiciels. Le respect des Droits Humains est plus difficile à évaluer dans les secteurs où les chaînes d'approvisionnement sont longues et où les conditions de travail chez les sous-traitants ne sont pas toujours optimales. Une réelle intégration des facteurs Sociaux dans une analyse



« Les actionnaires détiennent des parts dans l'entreprise – ainsi, un investisseur responsable en actions veille à la bonne gestion de cette dernière. En revanche, les détenteurs d'obligations financent les activités d'une entreprise ou d'un pays. Un investisseur responsable en obligations s'assure que le capital est bien alloué aux entreprises pour qu'elles puissent mener des activités durables. »

obligataire requiert que les gérants de portefeuilles obligataires puissent accéder à des connaissances plus spécialisées. Bien que plus difficiles à évaluer, la valeur ajoutée que procure l'intégration des problématiques sociales dans l'analyse d'une entreprise, de ses bénéfices ou de ses flux de trésorerie est de plus en plus tangible dans l'environnement économique actuel, tant que dureront les effets de la crise sanitaire.

Les facteurs **Environnementaux** sont, bien sûr, le sujet du moment pour de nombreux investisseurs et pour les médias. Un processus de gestion en obligations -instruments par nature structurellement asymétrique - peut intégrer les risques liés au changement climatique à son analyse fondamentale des émetteurs. Ne pas oublier que certains segments de l'univers obligataire offrent un potentiel de hausse supérieur – notamment les convertibles, le *High Yield* – et peuvent également exploiter certaines opportunités créées par le changement climatique. Et rappelons que les risques climatiques sont en passe de devenir des risques économiques et des risques crédit réels, tant pour les pays émergents que pour les pays développés. C'est un élément à prendre en compte chez les émetteurs souverains et les entreprises.

Et l'intégration ESG chez les émetteurs souverains ?

Si l'intégration explicite des facteurs ESG ne s'est développée ces dernières années, tant dans le monde universitaire que dans l'industrie financière, elle a été une composante essentielle de l'analyse des émetteurs souverains depuis des décennies. Les indicateurs de gouvernance, par exemple, ont pour objectif de mesurer la capacité et la volonté des autorités à mobiliser des ressources pour rembourser leurs dettes, mais également d'évaluer le risque de perturbations liées à l'instabilité politique, aux mouvements sociaux, à la corruption ou à l'inefficacité des gouvernements. En effet, l'histoire récente a prouvé aux investisseurs que l'intégration des facteurs de gouvernance est un élément clé pour comprendre et évaluer le risque de crédit sur les marchés de dette souveraine émergente.

Ces dernières années, l'intégration des facteurs ESG à l'analyse des émetteurs souverains s'est clairement développée et améliorée. Chez Candriam, nous sommes convaincus que les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance sont des éléments fondamentaux dans l'analyse des émetteurs souverains et qu'ils influent sur la capacité d'un pays à honorer ses obligations financières. L'intégration de critères extra-financiers à notre analyse fondamentale nous aide à identifier des risques qui ne sont pas visibles dans les données purement financières.

Pour nous, le développement d'une nation, et donc sa solvabilité, est le résultat des interactions qui se créent entre les éléments économiques et financiers, mais également entre les éléments naturels, sociétaux et politiques de la nation. Les considérations environnementales, sociales et de gouvernance font partie du paysage économique à long-terme. En tant que moteurs majeurs de la croissance économique d'un pays dans la durée, ils sont essentiels à la création de valeur pour les investisseurs en emprunts d'Etat. L'examen détaillé de différents facteurs, comme les ressources en eau, l'éducation, les pratiques de travail et le potentiel de corruption, nous aideront non seulement à enrichir notre analyse pays, mais également à chiffrer le prix du crédit et à identifier et évaluer les risques futurs qui ne sont peut-être pas encore apparents dans les données financières.

La **gouvernance** n'est pas un concept nouveau du côté des émetteurs souverains. Le risque politique a une incidence importante sur la capacité, et la volonté, d'un État à honorer ses obligations en matière de dette. Des facteurs comme la cohésion sociale et l'État de droit peuvent influencer sur la capacité d'un gouvernement à faire accepter ou à collecter les taxes et impôts. De plus, une bonne gouvernance ne se résume pas à collecter les impôts, mais implique également d'allouer intelligemment les recettes fiscales – par exemple, pour financer l'éducation et la santé. L'impact sur le potentiel de croissance et sur la solvabilité à long terme du pays est considérable.

Les **facteurs Sociaux**, qui regroupent l'éducation, les services de santé, la réglementation du travail et les droits des travailleurs, jouent également un rôle important dans la solvabilité des émetteurs souverains. Encore une fois, il ne s'agit pas d'une idée nouvelle, mais la différence porte sur le processus d'intégration de ces facteurs à l'analyse crédit.

Les **facteurs Environnementaux** et leur emploi dans l'analyse crédit des émetteurs souverains est révélatrice des évolutions qui sont à l'œuvre et rappellent que l'intégration ESG est un processus. Les facteurs Environnementaux, également appelés Capital Naturel, constituent un bloc essentiel pour évaluer la soutenabilité d'un pays, de son économie et de sa solvabilité. Le changement climatique crée des bouleversements importants et croissants. En effet, certaines problématiques majeures, comme la pénurie d'eau, constituent de réelles menaces pour le secteur de l'agriculture, dont la contribution au PIB est considérable dans de nombreux pays. Les canicules et les épisodes de pollution impactent l'activité et la croissance économique, avec des conséquences directes sur la santé et l'espérance de vie ; ces événements perturbent la vie quotidienne en entraînant des fermetures d'écoles et d'autres institutions publiques. En juin 2021, Swiss Re a annoncé que le changement climatique est un risque systémique qui pourrait réduire le PIB de 18 % dans 30 ans¹. Bien entendu, les impacts seront très différents selon les pays.

Ici aussi, il est intéressant de s'interroger sur la nature des données utilisées par un gérant de portefeuille et sur la manière dont ces informations sont intégrées au processus par l'équipe de gestion.

Enfin, l'intégration ESG sur les émetteurs souverains comprend également une démarche d'engagement avec les pays dans une optique de progrès. L'enjeu est complexe. Par exemple, aux côtés d'autres investisseurs, nous participons à une initiative d'engagement avec le Brésil visant à inverser la déforestation.

Quels sont les rouages de la méthodologie ?

Encore une fois, il n'existe pas une seule méthode correcte ou efficace. La « meilleure » dépendra de la performance générée et de la philosophie des détenteurs d'actifs.

Chez Candriam, nous intégrons les facteurs ESG à l'analyse fondamentale de l'émetteur, et le cas échéant, à l'analyse des émissions individuelles. Pour nous, aucune émission ne peut être ajoutée au portefeuille sans une recommandation de crédit

¹ Forum Économique Mondial. <https://www.weforum.org/agenda/2021/06/impact-climate-change-global-gdp/#:~:text=The%20largest%20impact%20of%20climate,the%20Swiss%20Re%20Institute%20warns>, consulté le 14 septembre 2021.

« L'intégration ESG comprend également une part de pédagogie. »



interne préalable, réalisée par un analyste et validée par le Comité Crédit. Ces considérations font partie de l'analyse fondamentale au même titre que tous les autres facteurs fondamentaux.

L'intégration ESG est un *processus*, et non un résultat. Elle n'implique pas l'ajout de nouvelles données, de notation ESG, de « pour » ou de « contre ». Elle fait partie de l'analyse crédit d'un émetteur. Nous devons intégrer les facteurs extra-financiers à notre analyse crédit et à nos perspectives. Si l'exposition d'un émetteur aux risques physiques ou aux risques de transition liés au changement climatique n'est ni prise en compte, ni formalisée avec une trajectoire crédible de réduction des émissions de gaz à effet de serre, il existe un risque de dégradation (*downgrade*) de sa note. Dans une démarche d'intégration, les filtres ne sont pas un outil majeur (même si les armes à sous-munitions et les pays sur la liste noire de la Financial Action Task Force/FATF sont exclus). L'intégration ne se résume pas à prendre des décisions « d'inclusion » ou « d'exclusion », elle les nuance.

Quelles évolutions à l'avenir ?

Nous accordons une très grande importance aux performances ajustées aux risques. Pour faire simple, investir consiste à identifier les risques, éviter les risques indésirables, sélectionner les risques acceptables pour générer du rendement, et leur attribuer une valorisation. L'un des objectifs centraux de l'intégration ESG est d'améliorer en continu l'identification et la valorisation des risques.

La réglementation est en évolution constante. Les professionnels de la gestion se doivent non seulement de rester informés des changements, mais également de les anticiper. L'avantage de la nouvelle réglementation ESG est qu'elle améliore la clarté du point de vue des détenteurs d'actifs.

Les conditions, dans lesquelles œuvrent les entreprises, évoluent et les fondamentaux des émetteurs sont de plus en plus impactés, de manière très tangible, par les facteurs ESG. La crise sanitaire a révélé l'impact que peuvent avoir les facteurs Sociaux sur les bénéficiaires. La COP-26 qui se tiendra prochainement devrait notamment mettre un coup de projecteur sur les répercussions économiques du Changement Climatique.

L'analyse de plus en plus détaillée des émetteurs fera émerger de nouveaux leaders et de nouveaux retardataires. Les investisseurs et les détenteurs d'actifs obligataires vont lancer des initiatives d'engagement avec les émetteurs dont les performances ESG sont inférieures à leur potentiel, l'objectif étant d'échanger sur les meilleures pratiques et d'accompagner ces émetteurs, situés dans le milieu du tableau, à améliorer leurs indicateurs ESG.

L'intégration ESG est un processus. Or un processus doit évoluer en continu. Nous sommes convaincus qu'une intégration réelle et efficace des facteurs ESG se traduira dans les performances, tout en contribuant à l'atteinte d'objectifs sociaux et environnementaux.



Etude de cas : Intégration ESG au sein de l'Analyse ESG de Candriam

Nous ne sommes pas en mesure de commenter l'intégration des facteurs ESG dans les processus d'investissement d'autres sociétés de gestion, mais pouvons décrire le processus de Candriam à titre d'exemple :

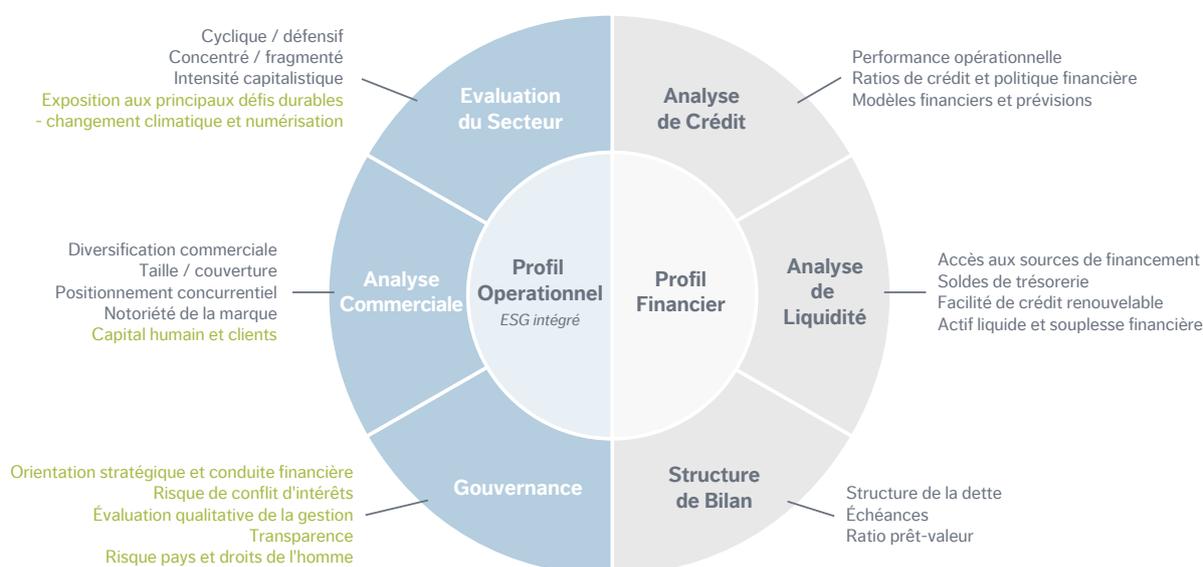
Pour l'ensemble de nos stratégies, qu'elles investissent dans un univers généraliste ou avec une dimension durable, les facteurs ESG sont intégrés à toutes les étapes de nos analyses fondamentales et de valorisation. Comme le montre le schéma ci-dessous, notre analyse de l'activité considère, entre autres, si l'entreprise opère dans un secteur cyclique ou défensif, si elle est un leader sur son marché ou non, si elle est exposée aux risques liés au changement climatique ou aux opportunités que celui-ci peut engendrer (par exemple, la vente de matériaux d'isolation).

Dans le cadre de nos stratégies durables, nous limitons notre univers en fonction des scores internes attribués par notre équipe ESG. Pour nos stratégies généralistes, l'univers d'investissement global n'est pas restreint, mais nous nous référons néanmoins aux scores de notre équipe ESG. Nous n'éliminons pas les valeurs uniquement sur la base d'une mauvaise note ESG, mais une mauvaise évaluation de la part de l'équipe ESG nous empêche d'appliquer une note crédit supérieure. L'émetteur ne sera pas exclu, mais en cas de notation crédit interne plus faible, un rendement plus important sera exigé pour compenser les risques identifiés par nos collègues.

En pratique, l'intégration ESG est un processus. Elle n'est ni un vote pour ou contre, ni un score.

Nous suivons attentivement l'impact de l'intégration ESG sur la notation ESG globale du portefeuille et le comparons à la notation de l'indice.

Figure 1 : Analyse fondamentale avec l'intégration ESG



Etude de cas : histoire d'un investisseur responsable

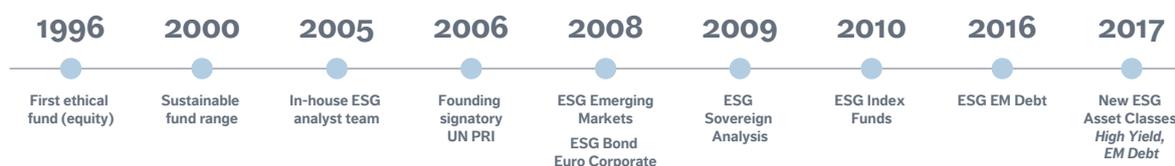
L'affectation des ressources ESG d'une société de gestion, expertise et données comprises, est un sujet auquel les détenteurs d'actifs devraient s'intéresser. En effet, les plus grands gérants au monde disposent de moyens financiers considérables leur permettant d'étoffer leurs équipes et leurs systèmes de données, mais tous n'ont pas l'expérience requise pour coordonner les ressources et créer une véritable équipe.

Être un pionnier n'est pas toujours simple, car il est moins facile d'apprendre des autres. Mais un pionnier bénéficie d'un atout irremplaçable, la mémoire collective.

Aucun gérant ou détenteur d'actifs n'est né 'investisseur ESG' selon la définition actuelle, même si depuis plusieurs dizaines d'années, nous sommes nombreux à intégrer des éléments qualitatifs et/ou extra-financiers à notre analyse crédit. Après tout, la « volonté » de rembourser une dette est une donnée plutôt ambiguë.

Si l'intégration ESG est un processus d'analyse et de pédagogie, alors le fait de travailler aux côtés de spécialistes ESG et de faire appel à leurs systèmes de notation dans le cadre des stratégies de gestion offre une excellente base pour étendre l'intégration ESG à l'analyse de tous les émetteurs. Le chemin que nous avons parcouru en tant qu'investisseur responsable fait de Candriam qui nous sommes aujourd'hui.

Figure 2 : Gestion Obligataire - la route vers l'intégration ESG





150 Mds €

d'actifs sous gestion
au 30 juin 2021



570

experts
à votre service



25 ans

Leader dans
l'investissement responsable

Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.