

Au-delà des obligations vertes :

Un avenir durable pour le crédit *investment grade* ?



JUILLET 2024

Communication publicitaire



À propos des auteurs.

Dany da Fonseca, CFA

Senior Portfolio Manager



Dany da Fonseca est Senior Portfolio manager et Credit Analyst au sein de l'équipe crédit investment grade de Candriam depuis 2022.

Auparavant, Dany était Credit Portfolio Manager chez Amundi Asset Management, où il a cogéré et codéveloppé des stratégies ESG, et Risk Analyst chez Amundi Pioneer aux États-Unis.

Dany est titulaire d'un master en gestion de l'ESSEC Business School et d'un master en ingénierie de l'ESTP Paris. Il est titulaire du CFA depuis 2021.

Vincent Compiègne

Deputy Global Head of ESG Investments & Research



Vincent est Deputy head of ESG Investments & Research chez Candriam depuis 2019.

Vincent a rejoint la société en 2017 comme Senior ESG Analyst dans l'équipe ESG Investments & Research. Il travaille dans le secteur des services financiers depuis 2007, il a notamment travaillé chez AXA IM en tant que SRI Analyst sur les secteurs des transports et des produits industriels, et a suivi le développement des investissements verts, y compris les obligations vertes du Groupe AXA et d'AXA IM. Il a également travaillé pour l'ERAFP, le premier fonds de pension français 100% ISR, et Bloomberg.

Vincent est titulaire d'un Master 2 en économie et finance de la Sorbonne (France).

Patrick Zeenni, CFA

Head of Investment Grade & Credit Arbitrage



Patrick Zeenni, CFA est Head of Investment Grade & Credit Arbitrage depuis 2019. Avant cela, il était Deputy Head of High Yield & Credit Arbitrage depuis 2011.

Avant de rejoindre Candriam en 2009, Patrick a commencé sa carrière en 1995 dans l'origination d'obligations à la Société Générale, avant de rejoindre un an plus tard la Bayerische Landesbank en tant que Head of Bonds and Derivatives. En 2003, il est devenu Senior Credit Fund manager chez Candriam.

Patrick est titulaire d'une maîtrise en finance et d'un Master's degree en Marchés Financiers de l'Université Paris Dauphine. Il est titulaire du CFA depuis 2010.

Table of contents.

Table des Matières.

Résumé	04	Conclusion :	
		<i>une performance durable ?</i>	31
Notre philosophie ESG :			
Transparence et analyse	06	Principaux risques de la	
		stratégie responsable Euro IG	32
Une approche ESG particulière		Annexe : L'univers	
pour le marché du crédit	10	responsable de Candriam	34
<i>Performance durable</i>	24	Notes & Références	36

Résumé

Résumé.

Une manière responsable d'investir dans le crédit européen *investment grade*.

//

Nous sommes convaincus que les entreprises qui saisissent les opportunités et les défis liés au développement durable en combinaison avec les opportunités et les défis de nature financière sont les plus susceptibles de générer de la valeur.

-Wim van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

La route vers le crédit euro « investment grade » est jalonnée d'une nouvelle réglementation européenne en matière de transparence, de nouveaux types d'obligations présentant des "caractéristiques" responsables, et de nouveaux types de risques, s'additionnant aux défis existants -- et aux potentielles récompenses. Si les nouvelles exigences en matière de transparence sont positives et devraient renforcer le marché de l'investissement durable en Europe, la réglementation européenne est complexe. Le secteur financier représente 35 % de l'indice de référence euro², ce qui exige une vigilance accrue à l'égard de bilans souvent opaques et globaux.

Si, comme nous le prévoyons, cette transparence accrue renforce l'intérêt pour la durabilité sur les marchés obligataires européens, elle augmentera également la nécessité d'une analyse fondamentale et d'une évaluation des risques minutieuses. Cela devrait offrir des opportunités de performance aux investisseurs actifs ayant une approche analytique. Notamment, le crédit « *investment grade* » est asymétrique, et récompense ceux qui sont capables de prévoir et d'évaluer les risques et d'éviter les accidents de crédit. La gouvernance, un facteur extra-financier, est depuis longtemps un indicateur de solvabilité. Nous pensons que les autres facteurs extra-financiers, comme les facteurs environnementaux et sociaux, contribuent déjà à gérer les risques de baisse.

Nous combinons l'intégration de facteurs extra-financiers et l'exclusion de certaines entreprises, voire de certains secteurs. Certaines exclusions sectorielles représentent des convictions fortes, peut-être même en avance sur les marchés, alors que certains labels ESG commencent à l'exiger. La comparaison des corrélations sectorielles entre les actions européennes et le crédit européen montre que dans les obligations « *investment grade* », les secteurs évoluent de manière tellement proche que le risque de biais sectoriel, si souvent évoqué, est moins prononcé dans les obligations « *investment grade* ».

À en juger par les commentaires du Forum annuel de Davos, la voie de la neutralité carbone ("net zero") est susceptible de devenir un risque financier et extra-financier à la fois.⁶ Nous démontrons pourquoi nous pensons que l'empreinte carbone d'un portefeuille est une étape importante vers une mesure plus concrète du risque financier. Et les opportunités ? Pour les investisseurs qui "pêchent" dans les profondeurs du segment de l'immobilier commercial, les bâtiments écologiques peuvent être un exemple de propriétés moins coûteuses à entretenir et plus susceptibles de bénéficier d'une augmentation du taux d'occupation. La dette bancaire, elle aussi, pourrait faire davantage de gagnants et de perdants si un "cousin de fonds propres climatiques" est introduit en Europe.

Les nouveaux formats d'obligations GSS (Green, Social and Sustainability) – obligations vertes, sociales, durables et liées à la durabilité – offrent non seulement de nouvelles opportunités aux investisseurs durables, mais aussi de nouvelles informations et une plus grande transparence à tous les investisseurs, car les émetteurs communiquent des données de plus en plus complètes exigées par leurs nouveaux formats. Ces obligations se vendent-elles avec une prime ou un "greenium" ? Parfois. C'est un élément supplémentaire qu'il faut modéliser et contrôler..

Plus de transparence, plus de complexité, plus de possibilités d'évaluer et de contrôler les risques, plus de possibilités de gestion active et, surtout, plus de besoins en matière d'analyse fondamentale.

Nous sommes convaincus que la performance financière et la performance en matière de durabilité seront bientôt au premier plan des portefeuilles Euro « *investment grade* ».



Notre philosophie ESG : Transparence et analyse.

Le cadre ESG chez Candriam

Compte tenu de notre conviction de longue date sur les bénéfices financiers d'une approche durable, l'ensemble de nos processus d'investissement intègre une analyse des facteurs ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) - et en particulier nos stratégies d'investissement responsable.

Aujourd'hui, le paysage du crédit « investment grade » durable en Europe est complexe et exige la plus grande sélectivité ESG possible à chaque étape.

- **Le cadre réglementaire européen est complexe** et reste ouvert à un certain niveau d'interprétation par les gestionnaires d'actifs. Pour relever le défi des régulateurs, des investisseurs et de nos propres prévisions, un produit "Article 9" doit reposer sur un processus de sélection ESG solide à chaque étape afin d'atteindre - et de rendre compte sur - des indicateurs clés de performance (KPI) annoncés au préalable. Certains labels de durabilité nationaux, tels que le label français ISR et le label belge *Febelfin*, insistent également de plus en plus sur une politique d'exclusion sectorielle. Cet environnement sera plus aisé pour les gestionnaires qui ont déjà mis en place ces méthodologies et qui souhaitent poursuivre sur cette approche.

- **Le secteur financier représente 35 %² de l'indice de référence.**³ Avec un tel poids dans l'indice de référence, nous pensons que notre analyse ESG doit être doublement robuste pour ce secteur. Il est difficile d'identifier les sociétés financières qui ont des stratégies particulières pour produire des résultats environnementaux ou sociaux positifs, comme elles doivent le faire pour satisfaire le cadre réglementaire actuel. Quelle est le niveau de prêt, de couverture, ou autre exposition aux combustibles fossiles ? Quelle est l'exposition aux activités vertes ? Quelle est la stratégie environnementale de l'entreprise, comme la sortie progressive du financement du charbon, du pétrole et du gaz non conventionnels, etc ? Sur la base de notre propre analyse fondamentale des sociétés, seules sept des 17 institutions financières de notre univers européen sont alignées sur notre évaluation environnementale Candriam.
- **Les services collectifs représentent 11 % de l'indice de référence, mais 25 à 30 %⁴ des émissions mondiales de CO₂.** Pour ce secteur également, nous mettons l'accent sur le rôle de l'analyse ESG. Il ne suffit pas de calculer la proportion d'électricité qu'une compagnie produit à partir du charbon et du gaz. Nous devons savoir non seulement comment les

dépenses d'investissement sont et seront allouées au solaire, à l'éolien et aux autres technologies émergentes, mais aussi comment chaque entreprise atteindra son objectif en matière d'émissions de CO₂/kwh, ses objectifs en matière d'émissions des scopes 1 et 2, et ses objectifs en matière de mix énergétique futur pour la production d'électricité. Et quel est le risque d'actifs échoués ?

- **Les obligations vertes ne sont pas si simples - ni si vertes.** La dette durable, comprenant les obligations vertes, les obligations sociales, les obligations durables et les obligations liées à la durabilité, a enregistré une croissance effrénée, passant de moins de 30 milliards d'euros dans le monde en 2015⁵ à 3300 milliards d'euros en décembre 2023, dont 1 800 milliards d'euros émis par des entreprises de la zone euro. Nous devons nous assurer que chaque émission est transparente en ce qui concerne l'utilisation des fonds.

Chez Candriam, nous considérons que non seulement l'obligation doit financer un projet environnemental ou social, mais que l'entreprise émettrice doit également s'aligner sur notre approche ESG globale. Si l'obligation finance un projet vert éligible mais que son émetteur n'est pas engagé sur une trajectoire durable, y a-t-il toujours un risque ? Nous pensons que oui, ce qui fait de cette obligation durable un *No Go* pour nous.

Intégration et exclusion sectorielle

Depuis 2009, Candriam a continuellement mis à jour sa politique d'exclusion, formelle et soigneusement étudiée, pour les activités qui présentent des risques pour l'environnement et la société, et donc pour les investissements. Nous appliquons certaines exclusions à tous nos investissements, tandis que nos stratégies durables font l'objet d'autres types d'exclusions. Comme pour toutes les facettes de notre approche durable, nous prenons compte à la fois la matérialité et les conséquences.



Avec 100 milliards d'euros de fonds crédit « investment grade » labellisés ISR, selon BNP Paribas, quel sera l'impact (négatif) sur les spreads dans le secteur si les fonds doivent désinvestir ? Selon le Financial Times, la major pétrolière française TotalEnergies est détenue par 161 fonds labellisés ISR qui détiennent au total 2,4 milliards d'euros, soit 1,6 % de la capitalisation boursière de l'entreprise.

Ces exclusions peuvent être controversées. Prenons le cas du gaz naturel. Selon un point de vue, le gaz naturel est une aide dans le processus de transition énergétique. Candriam exclut de tous ses investissements les entreprises dont plus de 5 % des revenus proviennent du pétrole et du gaz conventionnels. (Le scénario de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) indique que pour atteindre les objectifs climatiques de 2050, tous les nouveaux investissements dans les combustibles fossiles doivent cesser à partir de *maintenant*).

Nous faisons également une distinction entre les producteurs conventionnels et les producteurs non conventionnels - par exemple, la fracturation hydraulique. Nous autorisons une exposition modeste de 5 % en reconnaissance du fait que tous les projets ne peuvent pas être clôturés rapidement. Mais compte tenu de l'intensité en carbone et en eau des projets non conventionnels, toute entreprise qui lance un nouveau projet pétrolier ou gazier non conventionnel est exclue.

Les labels des fonds européens renforcent également leurs critères. Depuis sa création, le label belge *Toward Sustainability* (anciennement *Febelfin*) soutient le point de vue selon lequel certains secteurs sont incompatibles avec les stratégies ESG, ou du moins ne devraient pas être inclus sans une justification solide ou des obligations spécifiques à l'ESG. Fin 2023, le label français *ISR* a été mis à jour pour exclure les émetteurs les plus mal notés et, à partir de 2025, pour exclure le charbon, les hydrocarbures non conventionnels et les nouveaux projets dans le domaine des combustibles fossiles - ce qui exclura de fait l'ensemble du secteur pétrolier et gazier.

Les technologies et les sociétés évoluent, notre approche aussi.

Pour en savoir plus sur la manière dont nous évaluons les activités, consultez la politique d'exclusion de Candriam. [Politique d'exclusion de Candriam](#)

La transparence renforce le marché

La transparence croissante des *reportings* des entreprises accélère la tendance du développement durable, peut-être encore davantage dans l'univers obligataire.

Plusieurs efforts multipartites à long terme, incluant notamment des investisseurs et des gouvernements, sont en train de porter leurs fruits, en particulier en Europe. Le plus important d'entre eux, à notre avis, est l'obligation de *reporting* pour les entreprises, prévue par la CSRD de l'UE. Ensemble, nous pensons que ces mesures devraient avoir un effet synergique.

- **La directive sur le reporting de durabilité des entreprises** (CSRD) de l'Union européenne change la donne. *En 2024, pour la première fois, les entreprises européennes devront rendre compte des indicateurs de durabilité et de leurs actions ESG de manière exhaustive, comparable et audité.* Cela fournira des données complètes, comparables et vérifiables aux investisseurs et autres parties.
- **Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans les services financiers** (SFDR), un autre élément de l'effort de l'UE en matière de finance durable, exige des gestionnaires d'investissement qu'ils produisent ce rapport au niveau du portefeuille pour leurs clients investisseurs. Il fournit notamment aux investisseurs une certaine transparence sur la durabilité des produits financiers et des portefeuilles.

- **Les normes relatives aux obligations vertes de l'UE** (EU Green Bond Standards ou EuGB) seront renforcées d'ici à la fin de l'année 2024 et seront obligatoires pour tous les émetteurs qui souhaitent utiliser la désignation *European Green Bond ou EuGB*. La transparence offerte par les obligations vertes, sociales et durables a non seulement conduit à une croissance spectaculaire de ce secteur encore étroit, mais elle a également contribué à accroître l'intérêt et la sensibilisation à la durabilité pour l'ensemble du marché obligataire.

Cette nette amélioration de la transparence pour les entreprises, les investisseurs et les acteurs financiers change la donne pour tous. Cette initiative se concentre sur des données avancées plutôt que sur les données passées, en particulier sur les plans de décarbonation prospectifs des entreprises. Ensemble, le CSRD et le SFDR apportent davantage de transparence à l'investissement durable, et permettent un engagement plus efficace avec les émetteurs.

Nous pensons que cette transparence accrue renforcera l'intérêt pour la durabilité sur les marchés obligataires européens. Elle accroît également la nécessité d'une analyse fondamentale et d'une évaluation des risques minutieuses. Ce sont des tendances de long terme qui continueront d'évoluer.

Pour plus d'informations sur notre cadre d'analyse ESG, voir l'[Annexe](#).

Une approche ESG particulière pour le marché du crédit.

Nous sommes convaincus que l'analyse fondamentale des facteurs extra-financiers peut améliorer la compréhension des opportunités et également des risques. Dans le crédit «*investment grade*», la nature asymétrique des rendements obligataires nous amène à nous concentrer sur les avantages de l'analyse du risque.

L'analyse ESG permet-elle d'anticiper les accidents de crédit ?

Nous pensons que l'analyse crédit a grandement bénéficié de l'introduction d'indicateurs extra-financiers. Depuis combien de décennies les investisseurs et les prêteurs évaluent-ils la structure de gestion et de gouvernance des émetteurs ? Votre plus ancien manuel bancaire ne dit-il pas qu'il ne s'agit pas seulement de savoir si l'emprunteur *peut* rembourser sa dette, mais s'il a *l'intention* de le faire ?

Facteurs de gouvernance : Prenons l'exemple de la gouvernance d'entreprise des banques, notamment en raison de l'opacité de leurs bilans. Des contrôles des risques insuffisants conduisent souvent à une prise de risque excessive. Malgré des couches de réglementation (externe), une faible gouvernance interne peut encore être une difficulté pour les investisseurs dans la dette bancaire. Étant donné l'interconnexion entre la confiance dans les banques et leur solvabilité, sans parler du rôle des banques dans le financement de l'économie au sens large, une absence de gouvernance interne peut affecter les marchés de la dette dans leur ensemble, même pour ceux qui n'investissent pas dans l'institution concernée. L'absence de gouvernance a conduit à des événements notables sur le marché obligataire, tels que le rachat de la Banca Monte dei Paschi di Siena par l'État italien et l'acquisition du Credit Suisse par UBS avec l'aide du gouvernement suisse.

Les facteurs sociaux : Les facteurs extra-financiers tels que des conditions de travail équitables ont commencé à attirer davantage l'attention des investisseurs pendant la pandémie de Covid-19. La qualité du personnel est centrale à la qualité de service, et une charge financière importante pour les entreprises de services telles que Teleperformance. Cette entreprise mondiale de centres d'appels pour la clientèle a à la fois remporté des prix pour son personnel et suscité des controverses sur son personnel - nous pensons que les spreads obligataires reflètent ces risques de réputation (Illustration 1). Comment analyser cela ? Notre réponse est double : l'analyse fondamentale des facteurs extra-financiers, et un engagement pluriannuel avec l'entreprise.

Illustration 1 :

Le "S" de ESG : Écarts de rendement des obligations Teleperformance

Le ministère colombien du travail a lancé une enquête sur les pratiques de travail en novembre 2022.



Candriam peut détenir, ou avoir détenu, des titres de créance ou de participation dans l'une des sociétés mentionnées dans le présent document. Les commentaires positifs ou négatifs sur leurs facteurs ESG sont donnés à titre d'illustration, n'indiquent pas notre opinion complète sur les titres et ne constituent pas une recommandation.

Source : Bloomberg, Candriam. Z-spread en points de base.

Pour un examen plus approfondi de notre analyse et de notre engagement avec l'entreprise, consultez nos études de cas de [juillet 2020](#) et [février 2023](#) sur Teleperformance.

La trajectoire net zéro présente des risques et des opportunités

Le changement climatique est un risque tangible et matériel pour les obligations. Les "événements météorologiques extrêmes" étaient le risque mondial le plus important sur dix ans dans le rapport 2024 du Forum économique mondial sur les risques mondiaux (Global Risks Report).⁶ Le chemin vers la neutralité carbone sera semé d'embûches mais est nécessaire, et la compréhension de l'exposition des émetteurs au changement climatique est un élément à caractère non-financier indispensable.

Pour en savoir plus sur Candriam, voir [En chemin vers la neutralité carbone.](#)

Il y a des opportunités. Cependant, étant donné la nature asymétrique des produits obligataires, il sera essentiel de comprendre les questions stratégiques et le déroulement du calendrier pour comprendre les risques et les impacts au sein de certains secteurs, et pour choisir les bons émetteurs. Parmi les secteurs clés, citons l'automobile, l'aviation et les banques :

Le secteur automobile peut ajouter le changement climatique et la réglementation climatique à ses caractéristiques de crédit traditionnelles que sont l'intensité capitalistique et la sensibilité économique. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), le secteur des transports est à l'origine d'environ un quart de toutes les émissions de gaz à effet de serre (GES) liées à l'énergie dans le monde, dont la moitié est générée par les voitures particulières. Sous l'impulsion de l'Europe et de la Chine, les gouvernements du monde entier introduisent des réglementations de plus en plus strictes en matière d'émissions. A mesure que les entreprises continueront d'adopter des plateformes mondiales

pour réduire les coûts, les règles strictes en Europe et en Chine auront un effet global.

En prévision de la future interdiction des moteurs à combustion interne, les constructeurs automobiles doivent déjà respecter des règles strictes en matière d'émissions pour les ventes de flottes, règles qui devraient être encore renforcées. Traditionnellement axées sur des moteurs à combustion plus efficaces, les entreprises automobiles doivent de plus en plus s'appuyer sur de nouvelles technologies hybrides et sur des véhicules entièrement électriques. Mais à quel rythme s'effectuera cette transition coûteuse et à forte intensité de capital ? Et quelle forme prendra cette trajectoire ?

Le non-respect des objectifs en matière d'émissions n'entraîne pas seulement des amendes préjudiciables sur le plan financier, mais l'absence de progrès place également les constructeurs automobiles dans une position concurrentielle défavorable à l'approche de l'échéance de 2035 en Europe. Les initiatives gouvernementales en matière de climat peuvent également créer un avantage concurrentiel lorsque la vague tant redoutée de véhicules électriques chinois hautement compétitifs et technologiquement avancés commencera à déferler sur les côtes européennes.

L'aviation est confrontée à des enjeux très importants, compte tenu de ses émissions de carbone difficiles à maîtriser (environ 2,5 % des émissions mondiales de CO₂⁷) et du temps nécessaire avant que le carburant aéronautique éco-responsable (Sustainable Aviation Fuel, SAF) ou des technologies révolutionnaires telles que l'hydrogène ne deviennent pratiques. Selon la base de données du SBTi, aucune grande compagnie aérienne européenne n'a présenté d'objectif climatique suffisamment ambitieux pour contribuer



Le changement climatique est un risque tangible et matériel pour les obligations. Les "événements météorologiques extrêmes" étaient le risque mondial le plus important sur dix ans dans le rapport 2024 du Forum économique mondial sur les risques mondiaux.

à limiter le réchauffement de la planète à 1,5 °C au-dessus des niveaux préindustriels.

Selon McKinsey, l'industrie a amélioré son rendement énergétique d'environ 39 % entre 2005 et 2019, mais la croissance absolue des émissions a largement dépassé ces gains d'efficacité. Malgré les dépenses d'investissement dans des avions et des mesures opérationnelles plus efficaces, il est possible que les décideurs politiques, en particulier en Europe, introduisent des réglementations qui pourraient se traduire par une contraction du secteur.

Les compagnies aériennes misent beaucoup sur les carburants alternatifs (SAF) qui, selon l'IATA, pourrait réduire les émissions de CO₂ entre 24 et 70 %. Actuellement, ils sont trois fois plus chers que le kérosène conventionnel et ne représentent que 0,1% des volumes mondiaux de kérosène. La transition présente des défis importants, comme nous le soulignons dans notre document Candriam, [Innovations vertes : Biocarburants](#).

Les opérateurs qui investissent déjà massivement dans la chaîne d'approvisionnement sont les plus susceptibles d'adopter les SAF avec succès. Compte tenu de l'augmentation des coûts, cette transition pourrait accélérer la consolidation du secteur, en particulier parmi les compagnies aériennes européennes.

Les banques sont confrontées à des changements importants. Les régulateurs, en particulier la BCE, ont insisté sur la nécessité pour les banques de prendre en compte le risque climatique et d'être plus transparentes. En mai 2024, la BCE a annoncé ses premières amendes à l'encontre de plusieurs banques pour leur "incapacité prolongée à faire face à l'impact du changement climatique".⁸ La réglementation impose aux banques d'évaluer si elles sont ou seront exposées à des risques importants et d'en tenir compte dans leurs réserves de capital.

La même semaine, avec moins de commentaires dans la presse, la BCE a publié un papier marquant intitulé "[Designing a Macroprudential Capital Buffer for Climate-Related Risks](#)". **Ce papier pourrait-il déboucher sur un "coussin de fonds propres climatiques" pour les banques européennes ?**

Le papier de la BCE part du principe qu'une transition énergétique accélérée est nécessaire, mais pourrait avoir un impact négatif sur certains profils de crédit. La BCE a développé un modèle de probabilité de défaut englobant les prix de l'énergie, les répercussions, l'effet de levier et la rentabilité. Ce modèle suggère qu'une transition accélérée entraîne une hausse temporaire des prix de l'électricité et une augmentation de l'effet de levier financier pour les investissements verts, ce qui pourrait entraîner une augmentation des pertes sur prêts pour les ménages et en particulier pour les entreprises. Le modèle met également en évidence la probabilité d'une différenciation notable entre les scores des banques en matière de risque climatique.

Compte tenu de l'intersection croissante entre la stabilité financière et la durabilité environnementale, nous pensons que l'introduction d'un "coussin de fonds propres climatiques" pourrait être à la fois imminente et *substantielle*. Le document mentionne des exigences supplémentaires en matière de capital pouvant aller jusqu'à 200 points de base pour certaines institutions. Si c'est le cas, cela pourrait devenir une préoccupation importante pour les banques concernées.

Empreinte carbone des portefeuilles: Pourquoi mesurer et publier ?

L'empreinte carbone d'un portefeuille mesure non seulement l'impact carbone de la stratégie mais aussi son *risque* carbone, y compris :

- **Le risque de financement** : par exemple, que les investisseurs exigent une prime carbone
- **Le risque de réputation** : l'évolution des préférences des consommateurs, la publication de nouvelles négatives, etc.
- **Le risque lié aux actifs échoués** : le coût de l'adaptation des produits à forte intensité carbone, voire des installations, équipements et autres actifs rendus inutiles par les changements du marché
- **Le risque politique** : par exemple, la mise en œuvre de taxes sur le carbone.

Le lien entre l'empreinte carbone et le risque carbone

Pour démontrer la pertinence de l'empreinte carbone par rapport au risque financier lié au carbone, nous effectuons une analyse de la sensibilité au prix du carbone.

Alors que les décideurs politiques du monde entier explorent des stratégies pour limiter les émissions de GES, une approche largement discutée est la tarification du carbone, afin d'aider le producteur à inclure le coût des externalités dans les coûts de production, plutôt que d'imputer ces coûts au climat et au contribuable.

Le système communautaire d'échange de quotas d'émission (SCEQE), mis en place en 2005, est à l'avant-garde de ce concept en ce qu'il établit un quota. Le système de plafonnement et d'échange fixe un total maximum pour les émissions de GES des installations concernées, la limite autorisée diminuant au fil du temps. Les participants reçoivent des quotas leur donnant le droit d'émettre une tonne d'équivalent CO₂ (tCO₂e). Les entreprises qui

dépassent leur quota doivent acheter des droits d'émission supplémentaires, tandis que les autres peuvent vendre leurs quotas excédentaires, ce qui crée un marché. Actuellement, le système d'échange de quotas d'émission de l'UE attribue une valeur monétaire aux droits de 66,6 euros par tonne.⁹

Cela aide les investisseurs à analyser le risque financier et la sensibilité d'un émetteur au carbone.

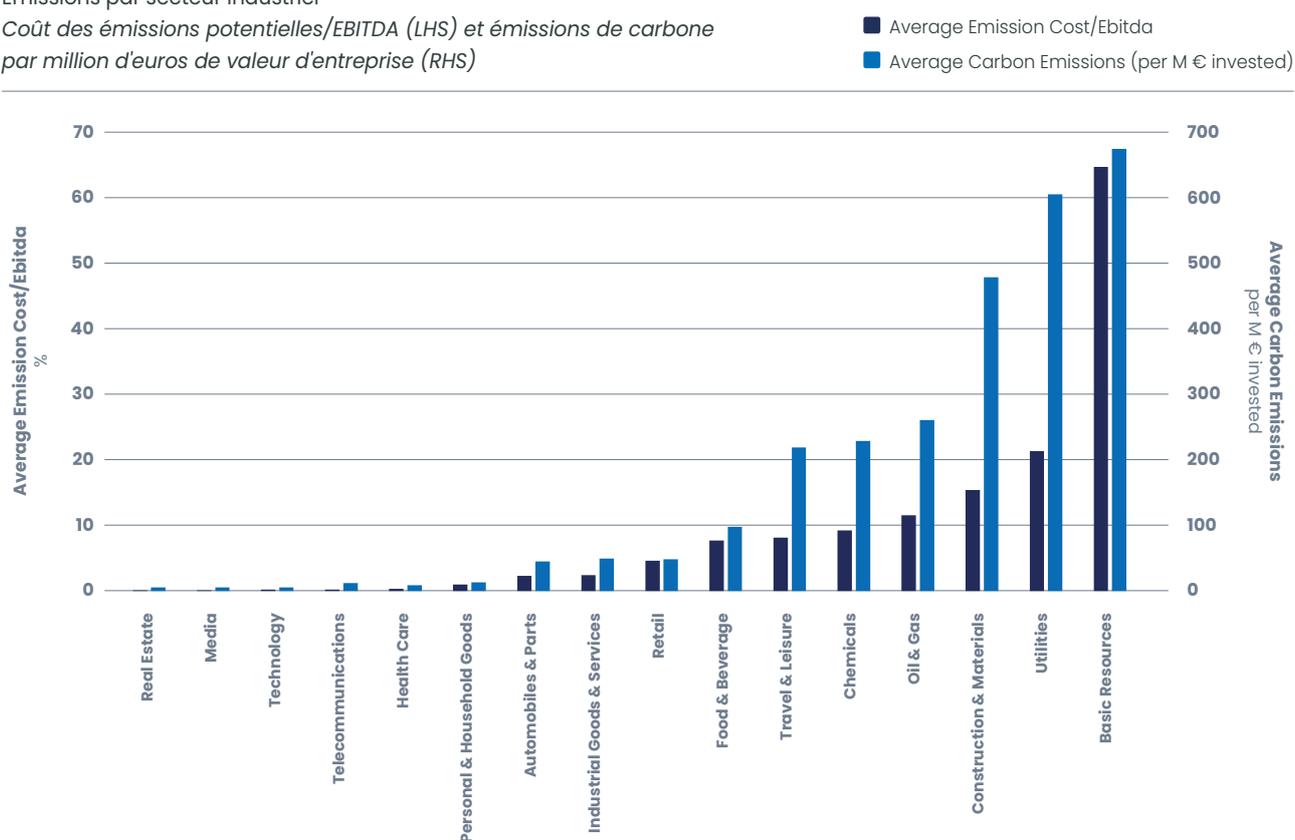
Si les émissions étaient soudainement toutes *pricées* de manière explicite, et si nous supposons que le prix du carbone est proche du "prix d'échange" actuel du carbone, **quel serait l'impact sur les marges et la qualité de crédit de chaque émetteur ?**

Les résultats par secteur sont particulièrement frappants.

Illustration 2 :

Émissions par secteur industriel

Coût des émissions potentielles/EBITDA (LHS) et émissions de carbone par million d'euros de valeur d'entreprise (RHS)



Source : Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

Cela illustre la sensibilité des émetteurs à une éventuelle taxe sur le carbone et montre que certains émetteurs pourraient subir des conséquences dramatiques. Dans certains secteurs à forte intensité de carbone et à faible marge, tels que les ressources de base, la taxe carbone pourrait dépasser la moitié de l'EBITDA moyen. Si cette taxe fait partie des coûts d'exploitation, nous avons constaté que 20 entreprises de l'univers d'investissement Euro «*investment grade*» subiraient des baisses d'EBITDA de plus de 30 % ! Ces sociétés, qui représentent environ 5 % de l'indice iBoxx, sont fortement exposées au charbon, aux produits chimiques organiques, à la production de ciment, ainsi qu'au papier et à l'emballage.

Au niveau de l'émetteur, l'analyse du risque carbone devrait inclure non seulement l'empreinte actuelle, mais aussi le positionnement de chaque entreprise par rapport à son scénario de l'approche de décarbonation sectorielle, ses futurs efforts de

décarbonation et d'autres éléments. Parmi les émetteurs ayant une empreinte carbone médiocre, il existe des différences de stratégie qu'il est important de prendre en compte du point de vue de l'ESG.

C'est pourquoi nous préférons considérer l'exposition à l'empreinte carbone comme un risque carbone "systémique" et au niveau du portefeuille.

Le budget carbone : Au niveau du portefeuille, nous pensons que l'empreinte carbone peut fournir une bonne approximation du "bêta carbone" d'un portefeuille, c'est-à-dire de la sensibilité de la valeur du portefeuille aux émissions de carbone.

Compte tenu des risques financiers associés à la transition vers la neutralité carbone **nous recommandons aux stratégies durables de viser un bêta inférieur à la moyenne pour le risque carbone. Nous proposons un bêta carbone cible de 0,7, soit 30 % de moins que le marché du crédit.**

Cet objectif s'aligne également sur les seuils fixés par certains des benchmarks du règlement de l'UE sur les benchmarks climatiques.

Dans le cadre de ce budget et d'un univers durable, il appartient au gestionnaire d'investissement d'inclure ou non des émetteurs dont l'empreinte carbone actuelle est élevée, si ces émetteurs présentent un fort potentiel de décarbonation future.

Qu'est-ce que l'empreinte carbone ?

Les gaz à effet de serre (GES), notamment le dioxyde de carbone (CO_2), le méthane (CH_4) et l'oxyde nitreux (N_2O), ont des impacts différents sur la captation de chaleur dans l'atmosphère, mais peuvent être définis sur une échelle d'équivalence CO_2 en tonnes métriques (tCO_2e). L'empreinte carbone est la mesure de l'impact d'un émetteur ou d'un investissement sur la concentration de ces gaz dans l'atmosphère. Pour comparer les émissions en fonction de la taille de l'entreprise, elles sont souvent exprimées en tCO_2e par million d'euros de chiffre d'affaires ou par million d'euros de valeur d'entreprise. L'utilisation de cette dernière mesure permet aux investisseurs sur le marché du crédit d'évaluer l'impact relatif de la dette des entreprises et de la comparer à une référence.

Les émissions de gaz à effet de serre sont prises en compte dans trois domaines :

- Scope 1 : émissions directes de sources possédées ou contrôlées.
- Scope 2 : émissions indirectes provenant de la production d'énergie achetée.
- Scope 3 : Toutes les autres émissions indirectes qui se produisent dans la chaîne de valeur de l'entreprise, y compris les fournisseurs, les utilisateurs finaux et l'élimination. C'est la mesure la plus difficile à réaliser, et la plus subjective.

Les champs d'application 1 et 2 ont l'avantage de mesurer l'empreinte imputable aux activités directes de l'entreprise et d'offrir une certaine comparabilité.

À titre de référence, l'empreinte carbone de l'indice iBoxx Euro Corporate est de 72,9 (tCO_2e) par million d'euros de valeur d'entreprise.¹⁰

Les nouvelles obligations constituent de nouveaux outils à la disposition des investisseurs sur le marché du crédit responsable.

Transparence et impact pour les investisseurs en Crédit : les obligations GSS

Les obligations GSS (**Green, Social and Sustainability**), i.e. vertes, sociales et durables sont des instruments de dette vanille émis spécifiquement pour financer des projets ayant un impact positif sur l'environnement, la société ou les deux. Ces obligations représentent une partie réduite mais influente du marché, avec des émissions actuelles dont l'encours total s'élève à 3 000 milliards d'euros, soit environ 16 % de l'univers Euro «*investment grade*» global.

Selon les lignes directrices de l'ICMA, les émetteurs de ces obligations s'engagent auprès des investisseurs sur la base de quatre piliers :

- **Utilisation des fonds** : Le produit de l'émission doit être investi dans une liste clairement définie de projets à impact, tels que les infrastructures d'énergie renouvelable, les initiatives en matière d'efficacité énergétique, les systèmes de transport durable et les mesures d'adaptation au climat.
- **Sélection des projets** : Un processus rigoureux et une structure de gouvernance doivent être mis en place pour sélectionner les projets.
- **Gestion des produits** : Des mécanismes doivent être mis en place pour maintenir la transparence, la responsabilité et la traçabilité tout au long du cycle de vie de l'investissement afin d'éviter les risques d'écoblanchiment ou de socioblanchiment.
- **Reporting** : Des rapports transparents et complets doivent être publiés sur l'impact et la performance des projets financés par les obligations.



Un ensemble cohérent de caractéristiques pour les investisseurs

Transparence -- Les obligations GSS offrent une certaine transparence, une condition essentielle pour l'évaluation ESG et le développement d'une entreprise. Comme leur nom l'indique, les obligations à affectation spéciale (*Use of Proceeds bonds*) définissent clairement l'objectif des projets financés.

Impact mesurable -- Les émetteurs s'engagent à détailler l'impact mesuré du produit de l'émission, après son affectation, via des rapports d'impact, afin de rendre compte de cet impact aux investisseurs. Ainsi, pour tout euro investi dans une obligation GSS, les investisseurs connaîtront l'impact correspondant.

Transparence au niveau de l'entreprise pour les objectifs durables -- Lors de l'émission, les émetteurs d'obligations GSS doivent également expliquer aux investisseurs comment ces actifs s'inscrivent dans la stratégie ESG globale de l'entreprise. Au-delà de la transparence du produit de l'émission, ces obligations permettent également aux spécialistes de l'ESG de tester les engagements globaux des émetteurs vis-à-vis de leurs objectifs de développement durable - par exemple, les objectifs des entreprises de services collectifs en matière d'énergie renouvelable. Certains émetteurs ont utilisé les obligations GSS dans le but de montrer un tournant ambitieux dans leur stratégie ESG - par exemple, certains émetteurs d'obligations vertes dans le secteur de l'automobile.

L'émission d'obligations GSS témoigne d'un engagement de transparence, de responsabilité et d'engagement avec les parties prenantes, ce qui renforce les relations avec les investisseurs en crédit. L'émission initiale d'un emprunt obligataire ou les reportings réguliers sur ces mesures offrent aux analystes ESG l'occasion d'initier des démarches d'engagement avec les émetteurs.

Au vu des avantages croissants des obligations GSS, pour leurs émetteurs comme pour des émissions spécifiques, il est judicieux d'inclure une proportion minimale d'obligations vertes ou d'obligations à affectation spéciale dans les stratégies de crédit. Cela permet d'améliorer les niveaux d'impact.



L'émission d'obligations GSS témoigne d'un engagement de transparence, de responsabilité et d'engagement avec les parties prenantes, ce qui renforce les relations avec les investisseurs en crédit.

Renforcer le marché : Les nouvelles normes de l'UE

Jusqu'à présent, le marché du crédit des GSS s'est appuyé sur l'adoption volontaire de normes volontaires. La norme et le label des obligations vertes de l'UE, qui entreront en vigueur en décembre 2024, sont destinés à développer le marché des obligations vertes et à répondre aux potentielles accusations d'écoblanchiment. Il s'appuie sur et formalise les éléments volontaires des principes de l'association professionnelle ICMA, et ajoute des revues avant et après l'émission sous contrôle réglementaire. Si un émetteur souhaite utiliser la désignation *European Green Bond*, ou *EuGB*, ces normes sont obligatoires.

Le marché des obligations GSS devrait être renforcé par trois exigences particulières :

- **Les examens** : Les nouveaux examens externes supervisés.
- **L'alignement des produits de l'émission** : L'obligation d'aligner au moins 85 % des recettes sur la taxonomie de l'UE (avec une marge de 15 % dans certains cas).
- **L'intégration stratégique** : L'émetteur doit démontrer comment les obligations s'inscrivent dans sa stratégie globale.

De nombreux émetteurs ont exprimé la crainte de ne pas pouvoir satisfaire à ces exigences, ce qui pourrait ralentir la croissance du secteur des GSS. Par exemple, l'alignement minimal de 85 % sur la taxonomie est un défi car toutes les activités économiques ne sont pas couvertes par la taxonomie, en particulier celles qui se situent en dehors de l'Europe.

Des obligations vertes à un ratio d'actifs verts obligatoire ?

Le Green Asset Ratio (GAR) est un exemple de la manière dont les obligations vertes renforcent la durabilité et font progresser les marchés obligataires. Le GAR est une nouvelle exigence européenne en matière d'information pour les banques dans le cadre de la directive sur l'information non financière. Il quantifie la proportion d'actifs alloués à des activités durables sur le plan environnemental, fournissant ainsi un indicateur mesurable pour évaluer et améliorer l'impact environnemental des banques.



Obligations liées à la durabilité : Une nouvelle tendance ?

Les obligations vertes et sociales canalisent les investissements dans des projets environnementaux ou sociaux durables spécifiques, mais elles ne constituent pas un engagement au niveau de l'émetteur. Ce périmètre limité a conduit au nouveau concept d'obligations liées à la durabilité, pour lesquelles *l'émetteur s'engage à atteindre des objectifs ESG pour l'entreprise dans son ensemble* plutôt que

Comme toujours, les données constituent un défi, et les différences entre le portefeuille d'activités des banques représentent une complexité supplémentaire¹¹. Le GAR peut servir d'outil de comparaison au sein du secteur bancaire, indiquant une plus grande importance accordée à la durabilité. Lorsqu'elles sont accompagnées d'autres informations clés, telles que l'exposition aux entreprises à forte intensité carbone, des ratios GAR élevés suggèrent un engagement solide en faveur de la durabilité dans l'allocation d'actifs. Le suivi de l'évolution du GAR dans le temps devrait également permettre de contrôler les progrès réalisés par les banques dans la réalisation de leurs objectifs de développement durable.

La disponibilité et la collecte des données ont constitué le principal défi pour les banques qui souhaitent rendre compte de cet indicateur obligatoire. **Les banques ont été parmi les principaux émetteurs d'obligations vertes. Celles qui ont historiquement fait un effort de transparence de leur bilan devraient avoir plus de facilité à communiquer ces chiffres obligatoires.**

pour un projet individuel financé par l'obligation. Dans certains secteurs, les projets d'investissement ne sont pas pertinents, et une obligation liée à la durabilité est la seule obligation durable qu'un émetteur peut émettre.

L'émetteur choisit un ou plusieurs indicateurs-cés (ICP) ESG pertinents, un horizon temporel et un objectif pour cet ICP, également appelé objectif de performance en matière de durabilité. Si l'émetteur n'atteint pas l'objectif à l'échéance fixée, il dédommage l'investisseur, généralement en augmentant le coupon jusqu'à l'échéance de l'obligation.

Augmentations des coupons : Les investisseurs durables devraient-ils bénéficier des échecs en matière d'ESG ?

On peut s'attendre à ce que l'expansion du segment des obligations liées à la durabilité attire l'attention sur une intégration plus large par le marché des considérations ESG. La plupart de ces obligations (99%) comportent une clause de pénalité correspondant à une augmentation du coupon, généralement de l'ordre de 25 points de base.¹² Cette caractéristique, qui depuis 2021 n'empêche pas la BCE d'ajouter ces obligations à son programme d'achat d'obligations liées à un objectif vert, fournit une assurance financière aux investisseurs durables.

Voyez cette augmentation du coupon comme une assurance, et non comme un avantage. Nous estimons qu'il ne s'agit pas d'une récompense, mais d'une compensation pour le détenteur de l'obligation en raison du niveau de risque plus élevé porté par l'obligation lorsque l'émetteur n'a pas atteint l'objectif qu'il s'était fixé.

Au niveau du portefeuille, imaginez que vous êtes un investisseur en crédit durable, engagé dans la décarbonation de son portefeuille, en particulier dans le secteur de l'électricité. Malgré les intentions positives et les plans de transition crédibles de certains émetteurs, de nombreuses empreintes carbone restent élevées en raison de la dépendance de la production d'électricité à l'égard des centrales à charbon existantes, etc. **En investissant dans ces entreprises, vous soutenez leur parcours de transition, mais vous avez également besoin de protection** (en particulier dans le cas où vous, ou le marché durable, devriez vous désengager de cet émetteur). Si l'émetteur n'atteint pas ses objectifs, sans justification, la majoration du coupon offre une certaine compensation financière pour le risque accru de l'investissement, couvrant ainsi d'une certaine manière

vos risques ESG contre des objectifs non atteints.

Au niveau plus large des marchés financiers, nous pensons que les obligations liées à la durabilité favoriseront une intégration plus poussée des considérations ESG par l'ensemble du marché, y compris les investisseurs non durables. Évaluer les risques ESG par le biais de coupons majorés en cas de non-respect des indicateurs clés ESG crée des incitations pour toutes les entreprises afin qu'elles atteignent leurs objectifs. L'examen par le marché permet d'obtenir des avis éclairés et accroît la responsabilisation des acteurs. D'un point de vue technique, l'augmentation du coupon constitue une nouvelle étape vers l'intégration explicite des facteurs ESG dans le *pricing* des obligations. **Par exemple, les obligations liées à la durabilité peuvent être un instrument de marché utile pour suivre les performances climatiques de l'émetteur.**

Les formats obligations liées à la durabilité et obligations vertes peuvent être utilisés pour la même émission obligataire, malgré les différences de concepts (comme l'a fait l'entreprise autrichienne de services publics Verbund).

Les obligations liées à la durabilité n'en sont qu'à leurs débuts. Les difficultés rencontrées par les investisseurs crédit sont notamment le manque de standards, qui complique l'intégration des obligations liées à la durabilité dans les processus d'investissement. L'investissement dans ces instruments exige un niveau plus élevé d'expertise ESG, et les engagements pris sont tournés vers l'avenir, un aspect qui ajoute de la complexité au processus d'évaluation. Enfin, à ce jour, certaines émissions ont fait l'objet d'accusations d'écoblanchiment. En ce qui concerne les engagements des entreprises en général, ces accusations découlent souvent de la sélection d'indicateurs de performance clés non pertinents ou de la fixation d'objectifs qui ne sont pas suffisamment ambitieux, et qui sont parfois presque atteints au moment de l'émission.¹³

Bien que le marché des obligations liées à la durabilité soit encore en développement et confronté à des défis, il représente une étape importante dans l'évolution de l'intégration ESG.

Enel, leader en matière de développement durable, n'a pas atteint son objectif : Quelle est la prochaine étape ?

Du premier objectif de performance durable à une courbe durable complète.

Enel fait partie des leaders de cette innovation ESG depuis septembre 2019, date à laquelle elle a émis la première obligation liée à un engagement en faveur d'un objectif de performance durable. Pour ce premier effort, Enel s'est engagé à produire 50 % de son électricité à partir de sources renouvelables avant la fin 2021,¹⁴ en accordant une majoration de coupon de 25 points de base dans le cas où l'objectif ne serait pas atteint.

Les obligations liées à la durabilité (SLB) d'Enel sont si nombreuses qu'elles représentent un type de courbe SLB.

Aujourd'hui, moins de 4 % de la courbe senior d'Enel n'est pas une obligation ESG (telle qu'une obligation liée à la durabilité ou une obligation verte). Enel représente désormais 13 % des obligations SLB actives dans le monde.¹⁵ L'effet se fait sentir jusqu'à une courbe représentative pour des objectifs spécifiques tels que l'intensité des émissions de GES du scope 1 par rapport à la production d'électricité. (Comme il s'agit de l'un des indicateurs clés de performance ESG les plus pertinents pour les entreprises de services collectifs de ce type, cet exemple montre comment les obligations GSS peuvent amener le marché du crédit à évaluer les risques ESG). Cette première obligation émise en 2019, ainsi que quatre autres obligations dont les objectifs d'observation s'étendent

jusqu'à la fin de 2022, ont atteint leurs objectifs.

La géopolitique et les besoins nationaux ont interrompu l'année 2023. Pour réduire la consommation de gaz et préserver les stocks, le gouvernement italien a imposé à Enel de maximiser temporairement la production d'électricité à partir de centrales à charbon, ce qui a contraint Enel à manquer son objectif en matière d'émissions de scope 1. Enel a pu éviter la clause sur l'objectif de performance en matière de durabilité en raison de la nature externe du mandat du gouvernement, mais l'entreprise a néanmoins choisi d'activer la majoration du coupon sur dix de ses obligations.

Le débat sur la réputation ESG d'Enel a commencé (l'effet financier était environ 100 millions d'euros d'intérêts supplémentaires, un chiffre modeste étant donné le flux de trésorerie disponible d'environ 16 milliards d'euros.¹⁶) Les événements étaient hors du contrôle de l'entreprise, l'engagement pris par l'entreprise était effectivement ambitieux, et notre analyse a montré que l'événement n'a pas affecté la force de l'engagement à long terme d'Enel ou sa capacité à respecter cet engagement. À ce jour, la production d'énergie renouvelable d'Enel a augmenté, tandis que la consommation de gaz s'est en quelque sorte normalisée en Europe. Nous prévoyons que les objectifs de 2024 pour les émissions du scope 1 devraient être atteints (140 gCO₂/kWh).

Réaction du marché

Si la généralisation des obligations liées à la durabilité devrait permettre au marché obligataire de mieux suivre les engagements ESG, que pouvons-nous retenir du cas d'Enel ? La non-atteinte de l'objectif concernait 12 obligations. Nous utilisons une obligation liée à la durabilité (SLB) arrivant à échéance en mai 2026 avec un objectif de 2023, car c'est

l'une des rares que nous pouvons comparer à une non-SLB (nous utilisons l'ENELIM 0 05/28/2026, une SLB, et l'ENELIM 1^{1/8} 09/16/2026, qui est une obligation verte mais qui n'a pas de majoration, nous supposons donc que son prix n'a pas été impacté). L'obligation a-t-elle surperformé en raison de l'augmentation du coupon ou a-t-elle sous-performé en raison de la non-atteinte de l'objectif ESG qui a déclenché une décision de vente.

Illustration 3 :

Prime de l'obligation SLB d'Enel par rapport à l'obligation vanille d'Enel, en supposant une probabilité de 100 % que l'émetteur ne respecte pas son objectif de performance en matière de durabilité
Green bond with step-up vs. traditional bond



Nous utilisons l'ENELIM 0 05/28/2026, une SLB, et l'ENELIM 1^{1/8} 09/16/2026, qui est une obligation verte mais qui n'a pas de majoration du coupon, nous supposons donc que son prix n'a pas été affecté.

Source : Bloomberg, Candriam.

En théorie, lorsqu'une SLB avec une majoration du coupon de 25 bps est vendue avec une décote par rapport à la courbe, une prime négative, toutes choses égales par ailleurs, le marché price une probabilité supérieure à 0 % que la majoration soit activée. Une prime de 25 bps devrait apparaître si le marché price la probabilité d'une majoration de 100 % (voir le spread qui s'élargit déjà dans l'illustration 3).

L'inverse s'est produit pour l'obligation Enel. La non-atteinte de l'objectif a été annoncée le 22 avril 2024. De manière contre-intuitive, l'obligation a sous-performé pendant un an avant l'annonce. Cela signifie que malgré les possibilités d'un échec et d'une majoration du coupon, il y a eu plus de vendeurs (probablement des investisseurs ESG ?) que d'acheteurs. Plus tard, l'obligation a commencé à surperformer (des arbitragistes

ont-ils acheté la différence de prix après une majoration, et/ou certains investisseurs ESG indifférents à l'ICP) ? Finalement, les obligations ont atteint un équilibre, mais loin de la décote de -25bps apparaissant mécaniquement au moment de l'annonce.

Abstraction faite des considérations ESG, il est intéressant de noter à quel point les marchés ont été lents à réagir à la probabilité que cet objectif soit manqué (en particulier les investisseurs qui ne sont pas sensibles à l'ESG).

En fin de compte, l'investisseur ESG "buy-and-hold" qui a acheté la SLB à l'émission a été compensé pour la volatilité accrue par un gain d'environ 50 points de base au moment de la majoration. (Voir l'élargissement du spread déjà positif entre l'émission verte et l'émission traditionnelle dans l'illustration 1).

Perfor- **Performance durable.**

Ces derniers trimestres, deux préoccupations semblent dominer l'univers de l'investissement durable : le risque de sous-performance et le risque d'écoblanchiment (y compris le socioblanchiment), et ce dans toutes les classes d'actifs. La réglementation et le renforcement des cadres ESG dans la plus grande partie du secteur ont contribué à atténuer ces dernières préoccupations.

Justement : l'investissement responsable, et plus particulièrement le crédit Euro investment grade, a-t-il un coût en termes de performance ? Durable, mais à quel prix ?

La volatilité des primes de risque ESG : Le "Greenium", ou coût des obligations vertes

La définition d'une entreprise "responsable" ou d'un "bon émetteur ESG" est subjective et n'est pas normalisée. La recherche académique définissant l'impact des facteurs ESG sur les primes obligataires est complexe et présente souvent des résultats incohérents. Les investisseurs ESG ont l'intuition qu'à certains moments du marché, la prime de risque d'une obligation peut être plus faible en raison de ses caractéristiques ESG. C'est ainsi que, comme nous le verrons plus loin, par exemple, les spreads d'un univers ESG sont en général inférieurs à ceux de l'univers plus large.

Il existe cependant un segment spécifique du marché ESG, qui peut aider à montrer comment les investisseurs peuvent accorder une prime aux caractéristiques ESG - avec le marché des obligations vertes.

Définir une prime obligataire verte

Les obligations vertes sont très recherchées par les investisseurs, avec pour conséquence potentielle que, toutes choses égales par ailleurs, ils pourraient accepter un rendement inférieur à celui d'une obligation conventionnelle pour laquelle l'utilisation du produit n'est pas précisée. Du point de vue du risque, les obligations vertes et non vertes partagent les mêmes risques sur les flux de trésorerie, car les investisseurs en obligations vertes n'ont pas de droits spécifiques sur les actifs sous-jacents.

De plus, étant donné que les rapports sont publics, l'impact et la transparence des obligations vertes sont accessibles à tous les acteurs du marché. Enfin, contrairement aux obligations liées à la durabilité (SLB), les obligations vertes n'offrent pas de protection financière contre la volatilité

potentielle si les caractéristiques ESG ne sont pas respectées (bien que de telles occurrences soient remarquablement rares).

En pratique, dans le crédit, certains observateurs ont fait état d'un différentiel de rendement statistiquement significatif qui a augmenté jusqu'à 2020.¹⁷ Ce "greenium" a généralement été marginal - quelques points de base sur une centaine en moyenne pour les obligations investment grade.

Pour les investisseurs avisés, qu'ils soient durables ou agnostiques, cette potentielle différence de prix peut même constituer une source d'alpha.

Qu'avons-nous observé ?

Étant donné qu'il est important de ne pas surpayer les caractéristiques ESG des obligations vertes, pouvons-nous déterminer le greenium dans le temps et par segment ? Nous avons développé nos propres modèles pour suivre l'évolution de ce greenium par

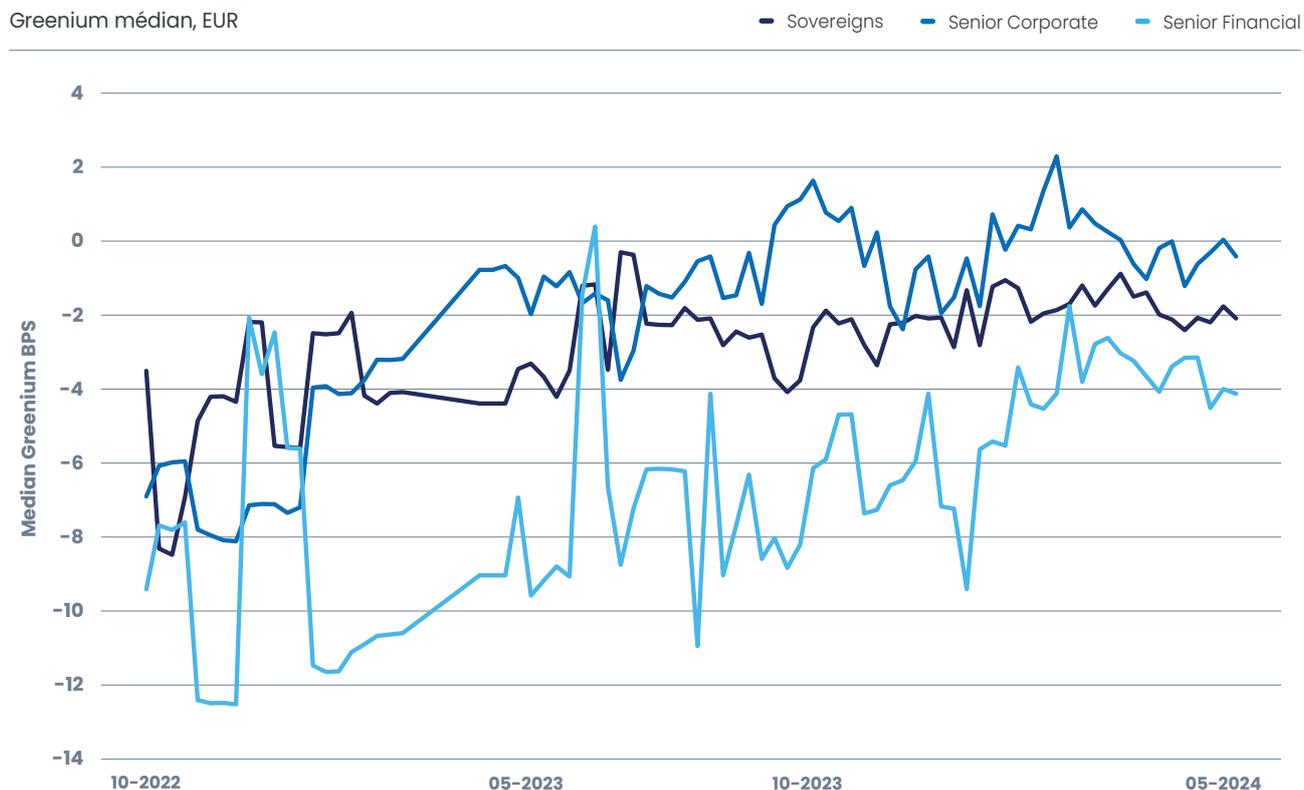
segments de marché tels que IG senior corporates, IG senior financiers, sovereigns, HY, etc.

Le cas est simple. Compte tenu de leur tendance à converger vers un greenium nul, le marché semble considérer que les prix des obligations vertes ne devraient pas être très différents de ceux des obligations non-vertes comparables. Lorsque cela se produit, c'est uniquement dû à des déséquilibres au niveau des obligations, mais comme les émetteurs sont incités à proposer davantage de ces instruments, ce déséquilibre, lorsqu'il est extrême, est de courte durée.

Il est essentiel de mesurer ce niveau de prix des obligations vertes en termes d'alpha, car cela permet de s'assurer que les investisseurs ne surpayent pas une obligation verte par rapport à l'ensemble du marché des obligations vertes et, même au niveau du marché mondial, cela peut aider à optimiser l'allocation vers les obligations vertes (investir davantage lorsque la distorsion de prix est réduite).

Illustration 4 :

Greenium médian, EUR



Les scénarios et les données présentés sont une estimation basée sur des preuves du passé et/ou sur les conditions actuelles du marché et ne constituent pas un indicateur exact.

Source : Candriam.

Cas d'analyse crédit :

L'analyse ESG doit toujours s'accompagner d'une analyse fondamentale du crédit

Ørsted A/S

Des rebondissements sur la trajectoire verte

Autrefois chouchou du marché obligataire et exemple parfait d'une société pétrolière et gazière réussissant sa transition vers les énergies renouvelables, les valorisations obligataires d'Ørsted se sont détériorées en 2023. Les agences de notation ont ensuite revu leurs perspectives à la baisse et, au début de l'année 2024, la note de la dette senior a été abaissée par S&P à BBB et celle de la dette hybride à High Yield. Entre juillet et octobre 2023, il y a eu un élargissement de 50 bps pour certaines obligations senior, et de 6 points par rapport au pair pour certaines émissions hybrides.¹⁸

L'environnement de taux d'intérêt plus élevés a un impact significatif sur le secteur des énergies renouvelables. Des investissements initiaux substantiels, des plans d'expansion agressifs, des perturbations de la chaîne d'approvisionnement et l'entrée sur le marché américain naissant, avec des incertitudes en matière de crédit d'impôt et d'exigences en matière de production locale, ont rappelé aux investisseurs l'effet de levier opérationnel et financier de ce secteur.

Ørsted semble surmonter les difficultés après avoir supprimé des emplois et s'être retiré de certains marchés de l'éolien en mer. Les concurrents européens continuent de revoir leurs stratégies. *Aussi ambitieux que soit le profil ESG, les fondamentaux du crédit doivent être suivis de près.*

Immobilier commercial : La performance environnementale peut-elle aider à prévoir les taux de vacance ?

Le secteur de l'immobilier commercial (CRE) est confronté à plusieurs défis, notamment l'augmentation des taux d'inoccupation, la demande de bureaux souffrant de l'essor du télétravail. La hausse des taux d'intérêt ne fait qu'ajouter aux difficultés du secteur.

La performance environnementale des bâtiments fait l'objet de moins d'attention. Les bâtiments représentent 40 % de la consommation d'énergie en Europe. La plupart ont plus de 50 ans et 75 % d'entre eux manquent d'efficacité énergétique. À peine 1 % d'entre eux font l'objet d'une rénovation énergétique chaque année.¹⁹

Le caractère "vert" des bâtiments est devenu un facteur important, bien que parfois négligé, sur le marché de l'immobilier commercial. La nécessité de renforcer le suivi des performances environnementales a accentué la polarisation du marché. La pression réglementaire s'intensifie également. À long terme, les biens immobiliers dont le classement énergétique est médiocre devront faire face à des coûts d'exploitation, d'assurance et d'entretien plus élevés. De plus, les bâtiments qui ne répondront pas aux attentes futures du marché – qu'il s'agisse d'exigences réglementaires ou de coûts d'exploitation – sont susceptibles de connaître une baisse de la demande, des taux d'inoccupation plus élevés, une croissance des loyers plus faible et pourraient finalement devenir des "actifs échoués".

Avec la baisse ou la stabilisation des taux d'intérêt, le secteur de l'immobilier commercial pourrait connaître un certain répit, mais les investisseurs devront de plus en plus intégrer l'analyse ESG, un facteur caché mais essentiel de l'occupation et de la viabilité financière.



Choisir le bon moment pour la transition vers les véhicules électriques : Est-ce la tortue ou le lièvre qui gagnera la course ESG ?

Le transport neutre en carbone peut être considéré comme une opportunité ESG mais, compte tenu de la transformation nécessaire du business model, il n'est pas sans risque. L'adoption des véhicules électriques (VE) présente plusieurs défis pour le marché du crédit, exacerbés par un contexte incertain et des menaces extérieures. Les historiens et les amateurs de voitures se souviennent peut-être de la Ford Edsel, une voiture des années 1950 dont on a attribué l'échec commercial au fait qu'elle était en avance sur le marché.

Le risque de crédit ne s'applique pas seulement aux constructeurs, mais aussi, par exemple, aux entreprises qui ont investi de manière significative dans l'électrification de leur flotte. Essayez de prédire l'évolution de ces tendances :

- **Les subventions :** Les aides publiques, y compris fiscales, sont complexes, controversées (États-Unis) et en déclin (Allemagne). Bien que les subventions soient majoritairement en baisse, l'incapacité des consommateurs à planifier leurs achats freine l'enthousiasme, même en cas d'augmentation des aides.
- **La stagnation des intentions d'achat des consommateurs :** Malgré une sensibilisation accrue aux questions environnementales, les préoccupations liées à l'infrastructure de recharge, à l'autonomie des batteries et à leur coût d'achat restent des obstacles majeurs.
- **L'imprévisibilité des politiques :** L'incertitude politique, par exemple le nouveau parlement issu des dernières élections européennes, ajoute à cette complexité en

rendant les politiques difficiles à anticiper. Les consommateurs ont besoin de prévisibilité pour planifier leurs achats, et les fabricants à forte intensité de capital ont de longs délais de livraison. Les élections européennes pourraient-elles conduire à un réexamen de l'interdiction de vente des véhicules à moteur à combustion interne prévue pour 2035 ?

- **La concurrence de la Chine :** Bénéficiant de coûts de production plus faibles et de fortes capacités d'innovation, cette pression concurrentielle pourrait réduire la part de marché et les marges des fabricants européens.

Les constructeurs qui se sont lancés à corps perdu dans l'électrification totale pourraient-ils devenir des Edsel, mais sans les avantages de Ford ? Les entreprises qui n'ont pas encore trouvé leur place dans les produits hybrides pourraient être particulièrement vulnérables. Face à ces défis, la flexibilité et la diversification sont essentielles à la solvabilité.

La société de location Hertz a subi des pertes importantes après avoir investi massivement dans les véhicules électriques, ce qui illustre les risques associés au choix du moment de la transition. La baisse des prix des voitures neuves de Tesla a réduit la valeur des actifs de Hertz. Cette expérience démontre l'importance de maintenir une certaine flexibilité dans les stratégies d'investissement.

L'approche plus hybride de BMW, qui consiste à construire plusieurs groupes motopropulseurs sur la même chaîne de montage (diesel, essence, hybrides et entièrement électriques), offre une flexibilité maximale. Initialement remise en question par certains investisseurs sensibles à l'ESG en raison de l'investissement combiné plus élevé, la capacité de BMW à s'adapter au rythme imprévisible de la transition semble aujourd'hui intelligente.

Performance des stratégies responsables : **Des coûts structurels ?**

Les investissements responsables contraignent intrinsèquement l'univers d'investissement, réduisant généralement l'univers disponible de 10 à 40 %, ²⁰ (en fonction de la stratégie d'investissement, des exigences des labels nationaux, et d'une série d'éléments). Ces exclusions strictes, ainsi que les objectifs des indicateurs clés de performance, constituent le cœur de la performance extra-financière des stratégies durables.

L'inquiétude habituelle est que la nature contraignante des stratégies durables peut réduire (même sans les éliminer) une part de l'alpha financier des stratégies durables, par rapport aux stratégies non contraintes. Pour les théoriciens parmi vous, selon la loi fondamentale de la gestion active de Black et Litterman, la capacité de génération d'alpha dépend de la "profondeur", c'est-à-dire de la capacité d'une stratégie à établir des positions indépendantes²¹. Plus l'univers d'investissement est restreint, moins il y a d'opportunités indépendantes pour le gérant d'alpha.

En prenant en compte le risque asymétrique du crédit, l'ESG a également pour objectif d'améliorer la performance ajustée au risque. Mais, en théorie, à mesure que l'intégration ESG se généralise, cette source de valeur n'est pas l'apanage des stratégies durables.

Par exemple, un investisseur non contraint qui tient compte des facteurs ESG ou d'autres facteurs extra-financiers pourrait éviter d'investir dans un émetteur de charbon en raison d'une prime ESG non rémunératrice, mais pourrait participer de manière opportuniste à une opération primaire sur le même émetteur en cas de *mispricing* important ou de "prime de nouvelle émission" (temporaire).

Si les stratégies non contraintes peuvent également bénéficier de l'intégration ESG, on peut s'attendre à ce que les stratégies responsables utilisent toute la flexibilité et la liberté d'un univers non contraint.

Reconnaître cela nous amène à la question fondamentale : les stratégies durables de crédit IG peuvent-elles créer de l'alpha par rapport à un indice de référence agnostique et non ESG ?

Rendements attendus à long terme

Quelle différence pourrait-il y avoir dans le rendement attendu à long terme entre l'univers Candriam durable et l'univers agnostique, sans aucune intervention active ?

Les notations ESG sont généralement corrélées à la qualité du crédit, pour de bonnes et de mauvaises raisons. Intuitivement, la qualité du crédit tend à augmenter avec la taille et la sophistication des entreprises, en particulier parmi les entreprises les moins bien notées. Un bon classement ESG commence généralement par la transparence des données et des intentions. En outre, certaines informations extra-financières sont déjà intégrées dans les notations de crédit.

Il existe des raisons moins positives à cette corrélation. Le recours excessif à la collecte systématique de données ESG et le manque d'analyse qualitative dans l'industrie de la gestion peuvent avoir renforcé la corrélation entre la qualité du crédit et les scores des vendeurs de données ESG. Chez Candriam, notre cadre ESG nécessite des données analytiques qui vont au-delà de la systématisation des données, et sont conçues pour

repérer les alertes sur la durabilité même lorsqu'elles sont faibles.

Peut-être parce que notre méthodologie ESG est tournée vers l'avenir, peut-être parce qu'elle inclut un scoring avec des éléments judgemental pondérés en fonction de leur pertinence pour chaque secteur, l'univers du crédit durable de Candriam n'est pratiquement pas corrélé avec la qualité du crédit. Plus précisément, pour les obligations d'entreprises senior Euro IG (hors financières et subordonnées), la corrélation entre nos notes ESG et la note médiane de qualité de crédit²² est quasiment de 0. Sur le même univers, la corrélation avec la note ESG de MSCI est négative, à -0,17.

Nous pouvons chiffrer les différences de rendement attendu. L'écart moyen pondéré entre notre univers durable et l'ensemble du marché IG est proche de 0 (environ -2 bps) pour des durations similaires.²³

Cela signifie qu'à long terme (c'est-à-dire jusqu'à l'échéance) et dans l'hypothèse d'une dégradation de note ou d'un défaut identique dans les deux univers, il n'y a aucune raison pour que l'univers durable sous-performe l'indice de référence iBoxx large.

L'analyse factorielle et la « prime » carbone

Compte tenu de la volatilité et de l'historique de performance des fonds ESG, il y a des raisons de penser qu'une partie de la "prime ESG" pourrait en fait correspondre à des facteurs de risque systématiques. Par exemple, la "prime carbone", ou le rendement supplémentaire exigé par le marché pour les obligations d'entreprises à fortes émissions.

Lorsque nous analysons les spreads des obligations senior d'entreprises de l'univers d'investissement IG, en tenant compte de l'empreinte carbone (scope 1 et scope 2) des émetteurs, nous constatons une relation statistiquement significative entre les spreads et l'empreinte carbone à partir de juin 2024.²⁴ Bien que très faible en moyenne – spread d'1 bp pour une empreinte carbone de 285 tCO₂e par million d'euros investi – il y a plus de dix entreprises dans l'univers avec des empreintes supérieures à 1300 tCO₂e!²⁵

Cette "prime carbone" recoupe probablement d'autres primes non-ESG, par exemple une "prime cyclique" – les industries les plus exposées au cycle économique ont souvent des empreintes carbone intrinsèquement plus élevées.

L'empreinte carbone est un indicateur fiable du risque de transition. Les risques liés à la transition comprennent l'impact des objectifs de décarbonation fixés par les principaux investisseurs européens sur le crédit (tels que la BCE et les institutions financières qui se sont engagées à la neutralité carbone). Par exemple, nous avons observé que certains investisseurs institutionnels "buy-and-hold" ayant des objectifs de décarbonation intermédiaires (tels que l'objectif "intermédiaire" de 2030) ne peuvent plus supporter l'empreinte carbone du portefeuille de crédit des gros émetteurs, en particulier pour les échéances à long terme.

La prime carbone est-elle donc purement une préférence ESG, ou reflète-t-elle un facteur de risque systémique plus large qui peut être sensible aux changements dans les évaluations des émissions de carbone par le marché, ainsi qu'aux changements réglementaires ? En extrapolant l'exemple du risque

carbone, la modeste différence de spread de l'investissement durable (rendement attendu inférieur) mentionnée plus haut pourrait en fait être le résultat d'une exposition réduite à certains risques systématiques.

Biais sectoriels ESG dans le crédit

Même les meilleurs efforts pour éliminer les biais lors de la création d'un univers durable laissent subsister des différences d'exposition au risque par rapport à un indice de référence agnostique. Les exclusions sectorielles deviennent indiscutables dans un univers durable et, comme nous l'avons vu plus haut, elles correspondent à l'orientation actuelle du marché. Par exemple, notre cadre durable Best in Universe génère (et assume) un biais sectoriel par rapport à l'indice iBoxx Euro Corp.

Comment cela impacte-t-il les rendements ajustés au risque du crédit, et comment le crédit se compare-t-il aux actions ? Pour mieux comprendre, nous comparons les corrélations sectorielles hebdomadaires au sein des actions euro avec celles du crédit euro IG au cours des 10 dernières années.

En ce qui concerne l'Euro IG Corporate, nous avons examiné les corrélations sectorielles entre les prix des actions au sein de l'Eurostoxx 600 et les corrélations entre les spreads sectoriels au sein de l'iBoxx Eur corporate. Les différences entre les marchés d'actions et d'obligations étaient flagrantes.

Dans le crédit, l'exclusion sectorielle crée moins de biais, tels que mesurés par la tracking-error, que pour les actions. (Cela est vrai malgré le facteur duration, qui est agnostique en matière d'ESG).

Illustration 5 :

Corrélations sectorielles Actions vs Obligations
Eurostoxx 600 et iBoxx Euro-Aggregate : Entreprises

	Actions	Crédit (Prix)	Crédit (Spreads)
Indice	1.00	1.00	1.00
Industrie de base	0.69	0.92	0.91
Industrie	0.94	0.97	0.95
Produits chimiques	0.90	0.96	0.93
Alimentation et boissons	0.77	0.96	0.95
Produits de consommation	0.86	0.95	0.92
Banques	0.75	0.95	0.89
Santé	0.74	0.95	0.85
Immobilier	0.76	0.92	0.82
Énergie	0.72	0.96	0.93

Source : Bloomberg, Candriam

Conclusion.

Conclusion : une performance durable ?

Les stratégies responsables sont essentielles pour générer des performances extra-financières. La transparence croissante, en particulier dans l'UE, nous permet de plus en plus de mesurer l'ampleur de ce phénomène. Il s'agit notamment de l'offre croissante d'instruments *spécifiques aux obligations*²⁶ (tels que les obligations vertes, sociales et durables).

La finance responsable est un élément clé de l'avenir des marchés financiers. Notre société, et donc notre économie et nos marchés financiers, sont confrontés à des défis majeurs tels que le changement climatique, le vieillissement de la population, la pénurie de ressources, la sécurité alimentaire, la disponibilité de l'eau, entre autres. Les marchés financiers sont un élément clé du financement des solutions.

Parce que l'investisseur responsable est, et sera la clé pour répondre à ces défis sociétaux qui menacent notre économie, il est tout aussi fondamental de veiller à maximiser sa performance ajustée du risque. Comment cet impératif s'applique-t-il aux portefeuilles responsables sur l'Euro Investment Grade?

- Les investisseurs devraient intégrer les facteurs extra-financiers, y compris les facteurs ESG, comme un outil pertinent pour éviter les accidents de crédit (en effet, pour la performance financière, nous pensons que les gestionnaires intègrent ces facteurs).
- Les gérants doivent comprendre et suivre l'évolution des primes ESG et des facteurs techniques.
- Les gestionnaires d'actifs doivent appliquer une analyse fondamentale robuste et continue, intégrant l'ESG au niveau de l'émetteur.
- Les gestionnaires de portefeuille doivent adapter tous leurs outils sophistiqués à l'évolution des marchés, notamment en optimisant l'allocation et l'activité de négociation au sein de l'univers durable.

Nous pensons que les stratégies responsables dans le domaine du crédit Euro investment grade peuvent à la fois avoir des bénéfices sociétaux et améliorer la performance financière.

Nous sommes prêts à être jugés sur ces deux critères.

Risques

Principaux risques de la stratégie responsable Euro IG.

- **Risque de perte en capital :**

L'investisseur ne bénéficie d'aucune garantie sur le capital investi dans la stratégie concernée ; il est possible que le capital investi ne soit pas intégralement restitué.

- **Risque lié à l'investissement ESG :**

Les objectifs extra-financiers présentés dans ce document reposent sur la réalisation d'hypothèses émises par Candriam. Ces hypothèses sont émises selon des modèles de notation ESG propres à Candriam dont la mise en œuvre nécessite l'accès à diverses données quantitatives et qualitatives, en fonction du secteur et des activités exactes d'une entreprise donnée. La disponibilité, la qualité et la fiabilité de ces données peuvent varier, et donc impacter les notes ESG de Candriam. Pour plus d'informations sur le risque d'investissement ESG, se reporter aux documents réglementaires.

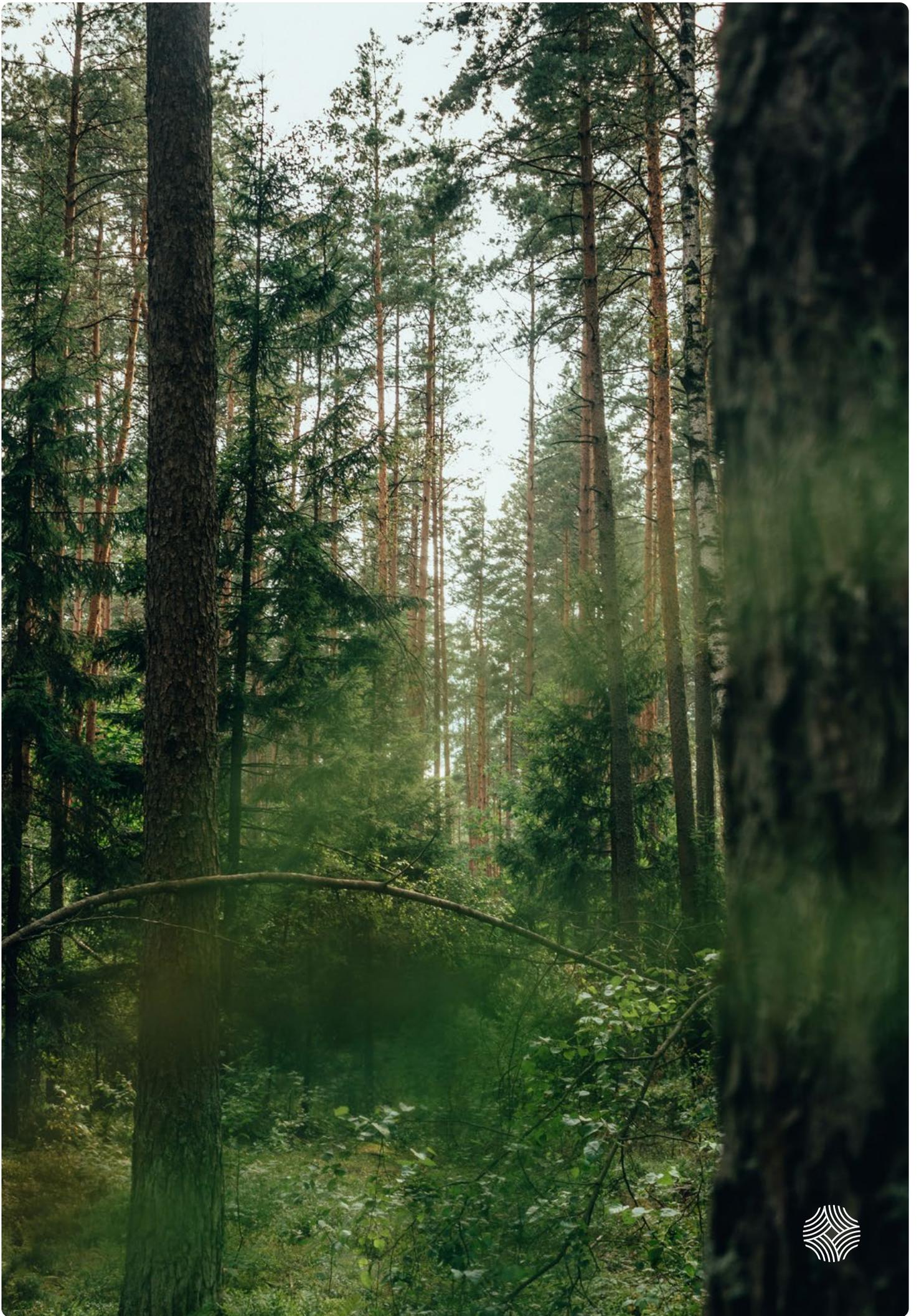
- **Risque de taux d'intérêt :**

une variation des taux (qui peut notamment découler de l'inflation) peut entraîner des risques de pertes et faire baisser la valeur nette d'inventaire du compartiment (en particulier lors de hausse des taux si le compartiment a une sensibilité aux taux positive et lors de baisse des taux si le compartiment a une sensibilité aux taux négative). Les obligations à long terme (et les produits dérivés y relatifs) sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêts. Une variation de l'inflation, c'est-à-dire une augmentation ou une diminution générale du coût de la vie, est un des facteurs pouvant impacter les taux et donc la valeur nette d'inventaire.

- **Risque de crédit :**

Risque de défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie. Ce risque inclut le risque d'évolution des spreads de crédit et le risque de défaut. Certains compartiments peuvent être exposés au marché du crédit et/ou à certains émetteurs en particulier dont les cours vont évoluer en fonction de l'attente que le marché se fait de leurs capacités de remboursement de leur dette. Ces compartiments peuvent également être exposés au risque de défaut d'un émetteur sélectionné, soit son impossibilité à honorer le remboursement de sa dette, sous forme de coupons et/ou du principal. Selon que le compartiment est positionné positivement ou négativement sur le marché du crédit et/ou certains émetteurs en particulier, un mouvement respectivement à la hausse ou à la baisse des spreads de crédit, voire un défaut, peut impacter négativement la valeur nette d'inventaire. Lors de l'évaluation du risque de crédit d'un instrument financier, la Société de Gestion ne se fierait, en aucun cas, uniquement aux notations externes..

Pour en savoir plus sur les profils de risque, consultez le site www.candriam.com



Annexe : L'univers responsable de Candriam.

Les fondements de l'approche analytique de Candriam

Convaincus qu'une bonne gestion de portefeuille nécessite une bonne gestion des risques (dans toutes les classes d'actifs), nous analysons chaque émetteur et chaque émission avant de les inclure dans un portefeuille. Pour tous les portefeuilles, cela inclut l'intégration de facteurs ESG à un certain degré. Pour les portefeuilles durables, le processus est plus approfondi.

Candriam utilise un processus de recherche et d'intégration ESG structuré pour évaluer ces probabilités. Notre combinaison d'analyses positives et négatives nous permet d'identifier les opportunités de croissance susceptibles d'améliorer les flux de trésorerie, ainsi que les risques susceptibles de nuire à la solvabilité future ou même de générer des actifs échoués.

L'état de l'art en matière de finance a beaucoup évolué depuis que Candriam a créé son équipe interne de recherche ESG en 2005.²⁷ Comme nous travaillons sans relâche à l'amélioration de la disponibilité et de la transparence des informations extra-financières pertinentes pour l'investissement, comme nombre d'autres investisseurs, nous continuons d'étendre notre analyse ESG à toutes les classes d'actifs, et nous l'affinons continuellement. Nous améliorons notre approche analytique afin d'améliorer sa transparence, de répondre aux besoins des clients et de tenir compte des changements réglementaires.

Candriam utilise un processus de recherche et d'intégration ESG structuré pour évaluer ces risques et opportunités. Il est de plus en plus possible d'appliquer une approche similaire, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations ou d'autres titres. Aujourd'hui, notre processus repose sur quatre piliers :



Notre **Analyse normative** évalue la conformité des émetteurs, en particulier des entreprises, avec les normes et standards internationaux. Nous excluons les émetteurs qui ont violé de manière significative et répétée l'un des dix principes du Pacte mondial des Nations unies ou des principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales. Notre analyse porte sur les droits humains, les droits du travail, l'environnement et la corruption, et prend en compte quatre facteurs :

- **La temporalité** : Quand l'incident s'est-il produit et combien de temps a-t-il duré ?
- **La magnitude** : Quels ont été les dommages et les coûts ?
- **La crédibilité** : Quelles étaient les allégations, les procédures judiciaires ou d'autres questions ?
- **La récurrence** : S'agit-il d'un événement isolé ou y a-t-il eu des cas répétés ?

Notre **Analyse des activités controversées** exclut les entreprises dont les activités comportent des risques importants liés à la durabilité et ne peuvent être conciliées avec les objectifs de développement durable. Notre raisonnement pour chaque type d'exclusion, qui est mis à jour et affiné en fonction de la disponibilité des données et de l'évolution des marchés, est détaillé dans notre politique d'exclusion Candriam. [politique d'exclusion Candriam](#).

Notre **Analyse des activités économiques** évalue dans quelle mesure les produits et services d'une entreprise sont exposés et contribuent, positivement ou négativement, à cinq défis clés en matière de développement durable: *le changement climatique, l'épuisement des ressources, les changements démographiques, la santé et le bien-être et la digitalisation*. Ces tendances et défis à long terme influencent considérablement l'environnement économique dans lequel les entreprises opèrent et un ou plusieurs d'entre eux détermineront l'avenir de chaque entreprise. Notre analyse tient compte

du secteur d'activité de chaque entreprise, de sa situation géographique, de son business model et d'autres facteurs pertinents. Notre expertise sectorielle nous permet d'évaluer la matérialité de chaque défi dans chaque activité économique d'une entreprise et de procéder à des évaluations granulaires des activités économiques sous-jacentes. Nous examinons la sensibilité des revenus, des flux de trésorerie, des actifs, des dépenses d'investissement, etc. d'une entreprise aux cinq défis.

Notre **Analyse des parties prenantes** évalue la capacité d'une entreprise à intégrer durablement les intérêts des parties prenantes dans sa stratégie à long terme, ainsi que l'impact positif ou négatif potentiel de la stratégie de l'entreprise sur ses parties prenantes. Ces parties prenantes incluent l'environnement, la société, les employés, les fournisseurs, les clients et les investisseurs. Notre analyse intègre des évaluations quantitatives et qualitatives de la matérialité. Par exemple, nous pouvons examiner la fréquence d'événements tels que les accidents et les amendes, l'impact financier tangible ou intangible des questions ESG, le degré d'attention accordé aux actionnaires et aux investisseurs, ainsi que les perspectives d'amélioration ou de détérioration d'une entreprise.

*** Avec le temps, nous espérons que les classifications de la SFDR européenne fourniront des définitions plus harmonisées au niveau international, mais pour le moment, la classification est soumise à l'interprétation de chaque gestionnaire d'actifs.*

Plus de détails sont disponibles dans nos [codes de transparence](#).

Notes & Références.

- 1 Conformément à l'article 9 du règlement de l'Union européenne sur les informations à fournir en matière de finance durable (SFDR), ces portefeuilles ont des objectifs distincts en matière de développement durable.
- 2 Source : iBoxx. 35,1 % s'applique aux banques et aux compagnies d'assurance, mais exclut l'immobilier. A partir de juin 2024.
- 3 Basé sur l'indice iBoxx EUR Corporates (Total Return), fréquemment utilisé pour définir le crédit européen IG Corporate. Dans ce document, le terme " indice de référence " fait référence à l'indice iBoxx EUR Corporate (Total Return), sauf indication contraire. Toutes les données relatives à l'indice de référence datent de juin 2024.
- 4 Source : Trucost et Candriam, EPA
- 5 Candriam, Bloomberg.
- 6 Forum économique mondial, en partenariat avec March McLennan et Zurich Insurance Group. Rapport sur les risques mondiaux, janvier 2024. https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2024.pdf (weforum.org), Consulté le 20 juin 2024.
- 7 Source : IATA
- 8 Bloomberg, 5 juin, 2024. Banks Told to Brace for ECB Fines After Mismanaging Climate Risk - Bloomberg <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-05/banks-told-to-brace-for-ecb-fines-after-mismanaging-climate-risk>, consulté le 1er juillet 2024.
- 9 juin 2024.
- 10 Trucost, 24 juin 202. L'indice iBoxx rapporte les émissions à la valeur de l'entreprise, nous rapportons donc l'empreinte carbone de notre portefeuille de la même manière pour des raisons de comparabilité.
- 11 Les subtilités techniques comprennent le modèle d'entreprise de la banque, car le ratio n'est pertinent que pour le financement, et la géographie , car le ratio n'est pertinent qu'avec la taxonomie de l'UE.
- 12 Depuis 2021, la BCE peut inclure ces obligations dans son ou ses programmes d'achat d'obligations vertes.
- 13 En effet, des objectifs insuffisamment clairs ou ambitieux sont une considération primordiale pour le vote par procuration de Candriam sur tous les sujets. <https://www.candriam.com/siteassets/medias/publications/brochure/commercial-brochures/sri-brochure/voting-and-engagement-report-2023.pdf>

- 14 Obligation en dollars arrivant à échéance le 9 octobre 2024.
- 15 Sources : Candriam, Bloomberg.
- 16 Rapports d'entreprises et estimations de Candriam.
- 17 Ben Sliman, M., Da Fonseca, D., and Mahtani, V. (2020). *Facts and Fantasies about the Green Bond Premium*. See ResearchGate, 348650560. Consulté le 1er juillet 2020.
- 18 Candriam, Bloomberg.
- 19 Source : Commission Européenne, Consulté le 8 juillet 2024. Commission welcomes political agreement on new rules to boost energy performance of buildings across the EU. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_23_6423
- 20 Source : ISR label, peers flagships, European Securities and Markets Authority final guidelines on fund names.
- 21 ($\alpha = IC \times BR \times TC \times \sigma \alpha$), Black et Litterman (1992), sur la base de Grinold, Markowitz et Sharpe. *Financial Analysts Journal*, 48(4), 28-43. Consulté le 1er juillet 2024.
Avec α défini comme le rendement excédentaire par rapport à l'indice de référence, IC est le Coefficient d'information qui mesure la corrélation entre les prévisions du gérant et les résultats réels, BR (breadth) est le nombre de décisions d'investissement indépendantes, TC est le coefficient de transfert, ou l'efficacité avec laquelle les compétences du gérant sont traduites en positions actives et $\sigma \alpha$ est l'écart-type de l'alpha, qui représente le risque ou la volatilité associés aux rendements excédentaires.
- 22 Méthodologie : nous attribuons une note de crédit quantitative par une conversion linéaire des notes des agences de notation (de 1 à 16 et de AAA à B-) et faisons la moyenne des trois principales agences de notation disponibles (S&P, Moody's et Fitch)".
- 23 Candriam, Bloomberg.
- 24 Candriam, Bloomberg.
- 24 Candriam, Bloomberg, Trucost.
- 26 Les capitaux propres sont émis une seule fois. Il est difficile de le modifier (statuts, etc.) et les augmentations de la valeur des capitaux propres ne génèrent pas de nouvelles liquidités pour l'entreprise. Les nouvelles émissions de capitaux propres sont rares. Les obligations arrivent à échéance et De nouvelles obligations financent la croissance. De nouvelles obligations peuvent être émises sous de nouveaux formats.
- 27 L'année suivante, en 2006, Candriam est devenu l'un des signataires fondateurs de l'UN PRI.



145 Mrd €

Actifs sous gestion à la fin décembre 2023*



+ de 600

Professionnels expérimentés et engagés



+ de 25 ans

Leader dans l'investissement responsable

Ce document est fourni à des fins indicatives et pédagogiques 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 les sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne saurait être tenue responsable des dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

Candriam recommande régulièrement aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et toute autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds, notamment la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en français ou dans la langue locale de chaque pays où la commercialisation du fonds est autorisée.

*À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de conseil en gestion, les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont libellés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY