

D&O L'AGEFI

Supplément publié dans l'édition de L'AGEFI Hebdo
du 8 avril 2021

ESG & MARCHÉS OBLIGATAIRES

- OBLIGATAIRE ESG : DES ENRICHISSEMENTS MAJEURS DES PROCESSUS D'INVESTISSEMENT p. 2
- ENTRETIEN AVEC PHILIPPE TAFFIN p. 7
- COUP D'ACCÉLÉRATEUR SUR LE MARCHÉ DES « SUSTAINABILITY BONDS » p. 8



Camille BARBIER,
directeur général
délégué – directeur
des gestions
chez Apicil
Asset Management



Nathalie PISTRE,
directrice recherche
& ISR
chez Ostrum
Asset Management



Romain LACOSTE,
analyste-gérant
chez IVO Capital
Partners



Antoine LESNÉ,
responsable stratégie
et recherche SPDR ETF
pour la région EMEA
chez State Street Global
Advisors



Marie LASSEGNORE,
gérante de portefeuille
crédit et responsable
de l'ESG Fixed Income
et Cross Asset
à La Française AM



Avec l'aimable
participation de
Philippe TAFFIN,
directeur
des investissements
chez Aviva France



OBLIGATAIRE ESG

DES ENRICHISSEMENTS MAJEURS

DES PROCESSUS D'INVESTISSEMENT

Les sociétés de gestion s'appuient désormais sur de solides capacités d'analyse extra-financière internes. L'intégration des facteurs ESG se décline dans les portefeuilles d'émetteurs crédit et souverains.

Historiquement focalisée sur les marchés actions, sur le comportement des entreprises cotées en Bourse, l'analyse ESG (environnement, social, gouvernance) n'en est pas moins particulièrement adaptée à l'approche des investisseurs obligataires : une analyse de la solvabilité des émetteurs, qui s'appuie sur l'ensemble des facteurs susceptibles d'affecter le modèle économique d'une entreprise ou l'équilibre budgétaire d'un Etat, sur un horizon moyen-long terme. « *Nous intégrons dans notre analyse crédit, y compris dans les stratégies qui ne sont pas explicitement ISR (investissement socialement responsable), les facteurs qui nous paraissent « matériels » pour le risque* », indique Nathalie Pistre, directrice recherche et ISR d'Ostrum Asset Management. Les critères extra-financiers sont donc naturellement intégrés dans l'analyse des risques. « *Nous n'avons pas attendu d'avoir établi une méthodologie ESG pour prendre en compte les facteurs ESG dans notre processus d'investissement, car ces sujets environnementaux et de gouver-*

nance recouvrent de vrais risques pour la solvabilité des entreprises », observe ainsi Romain Lacoste, analyste-gérant chez IVO Capital Partners.

Beaucoup d'émetteurs obligataires restent peu couverts par les agences ESG

Désormais, les gérants d'actifs doivent accompagner la montée en puissance de l'investissement responsable sur les marchés obligataires. « *Le rebalancement en faveur des fonds ESG est massif. Au premier trimestre 2021, les désinvestissements sur l'ensemble des fonds obligataires ont été compensés par des flux positifs sur les fonds obligataires ESG. Une même tendance avait été observée sur les fonds actions en 2020* », relève Antoine Lesné, responsable stratégie et recherche SPDR ETF pour la région EMEA chez State Street Global Advisors. Les sociétés de gestion tiennent donc à formaliser cette intégration dans leurs processus obligataires. Elles ont longtemps buté sur le manque de données à leur disposition, beaucoup d'émetteurs obligataires n'étant pas des entreprises cotées, et restaient ainsi peu ou mal couvertes par les agences de notation extra-financières. « *L'hétérogénéité des méthodologies de notation ESG est très élevée. Nous restons très éloignés du niveau d'homogénéisation des ratings*

crédit. Pour certaines stratégies, le best-in-class en particulier, un univers d'investissement très large est nécessaire, ce qui pousse les agences ESG à adopter des approches algorithmiques, pour atteindre un bon taux de couverture. Malheureusement, cela ne permet pas de saisir la subtilité des profils ESG de certains émetteurs : certains seront pénalisés par la qualité de leur reporting, bien qu'ils mettent en œuvre une bonne stratégie environnementale, d'autres le seront du fait de controverses passées, leurs mesures correctrices n'ayant pas été prises en compte, juge Romain Lacoste. La dynamique positive n'est pas forcément intégrée dans la notation, alors qu'elle est majeure dans une logique d'investissement : nous recherchons une capacité d'amélioration, qui peut permettre une baisse du coût du capital. »

Une identification des risques matériels selon les entreprises

En conséquence, les *asset managers* s'appuient en complément sur leurs ressources internes pour réaliser leurs propres analyses. Nathalie Pistre ajoute ainsi que « *chez Ostrum, chaque analyste crédit regarde quels éléments ESG sont « matériels » en termes de risques. Pour chaque secteur et entreprise analysés, il s'agit d'identifier les risques (et aussi les opportunités) : mise en péril (ou appréciation) du business model, risques réglementaires potentiellement coûteux, risques de transition, risques physiques, de gouvernance. Cette intégration se traduit ainsi par la mise en place d'une échelle de matérialité, qui permet de mesurer l'impact de ces facteurs sur le risque de crédit, pour chacun des 1000 émetteurs que nous*

« *Nous intégrons dans notre analyse crédit, y compris dans les stratégies qui ne sont pas explicitement ISR, les facteurs qui nous paraissent « matériels » pour le risque* »

Nathalie Pistre,
directrice recherche
et ISR chez Ostrum
Asset Management

couvrons. En dehors des exclusions sectorielles ou d'émetteurs controversés, les gérants décident d'acheter la dette d'un émetteur s'ils considèrent que le risque est suffisamment bien rémunéré. »

En termes de processus d'investissement obligataire, « l'approche est d'abord quantitative, puis qualitative, avec une recherche des sources de données les plus adéquates, puis la définition de la matérialité, qui doit évoluer dans le temps au fur et à mesure de l'évolution des bases de données, détaille Marie Lassegnore, gérante et responsable ESG Fixed Income et Cross Asset de La Française AM. L'équipe de recherche ESG est composée d'analystes spécialisés par secteurs, qui maîtrisent donc très bien les enjeux ESG dans leurs domaines respectifs. Cela permet un dialogue entre les gérants-ana-

« Nous devons bien définir ces normes ESG, expliquer leur impact et décider des contraintes dans lesquelles nous souhaitons pouvoir évoluer, afin de rester proches de l'objectif de performance financière de l'investisseur »

Antoine Lesné,
responsable stratégie
et recherche SPDR ETF
pour la région EMEA
chez State Street
Global Advisors

lystes et les analystes ESG, qui tous parlent le même langage, et facilite l'adhésion des gérants. En outre, cette connaissance approfondie permet d'aller plus loin que les agences de notation extra-financière dans la compréhension des spécificités des entreprises sur certains segments de marché, tels que le high yield sur lequel nous sommes très présents, afin de bien évaluer leurs risques et leurs opportunités ». L'approche de State Street Global Advisors est aussi fortement quantitative. Face à l'hétérogénéité des données issues des différents fournisseurs de notation ESG, la société de gestion s'est attachée à les retravailler pour produire sa propre échelle de notation. « Nous avons élaboré un système de score ESG depuis cinq ans, en travaillant sur plusieurs bases de données extra-financières disponibles pour pallier certains biais et calculer le R-Factor, qui est la notation ESG de State Street Global Advisors pour chaque émetteur. Nous

retraitons ainsi des données brutes issues de plusieurs sources, en pondérant les facteurs selon l'importance qu'ils représentent pour chaque émetteur. Nous couvrons environ 95 % des émissions d'obligations corporate qui composent les principaux benchmarks. Ce R-Factor permet la création de solutions indicielles, mais il est aussi utilisé en gestion quantitative, afin d'offrir aux gérants des signaux, ainsi qu'en gestion fondamentale », détaille Antoine Lesné.

Combiner exclusion et intégration

Pour sa part, Apicil AM a élaboré un peu plus récemment son processus ESG obligataire. En premier lieu, selon Camille Barbier, directeur général délégué – directeur des gestions chez Apicil AM, « le sujet ESG doit être pris en main par les gérants eux-mêmes, afin qu'ils puissent se l'approprier sans a priori, plutôt que de se voir imposer des analyses ESG auxquelles ils n'auraient pas contribué. Ils doivent donc se former à ces méthodologies et nous nous appuyons en particulier sur l'agence Ethifinance, qui nous accompagne aussi dans l'élaboration de nos processus ISR. » Concrètement, l'approche d'Apicil AM consiste à combiner exclusion et intégration, à travers l'analyse pour chaque émetteur



des « key issues », ses enjeux clés en termes ESG au regard de son secteur, et les réponses qu'il y a apportées. « Les réponses apportées à ces enjeux sont d'autant plus cruciales que le fléchage de l'épargne vers les activités durables, voulu par les régulateurs, aura des conséquences sur les coûts de financement des entreprises, leur accès aux marchés financiers. Et pour un investisseur, le lien entre analyse extra-financière et performance financière sera de plus en plus fort », ajoute Camille Barbier. Mettre en œuvre une démarche d'intégration nécessite de « faire un choix entre deux approches : éliminer les émetteurs qui ont les profils ESG les plus faibles dans leur catégorie et une approche plus élaborée qui consiste à demander une prime de risque additionnelle pour rémunérer de manière juste le risque ESG d'un émetteur spécifique, analyse Romain Lacoste. Chez IVO Capital Partners, nous avons fait le choix de cette deuxième option, avec une démarche hybride, combinant les scores ESG d'une agence externe, Sustainalytics, et celles produites en interne. Nous avons également fait le choix de nous engager de manière active avec certains de nos émetteurs en portefeuille, pour les encourager à adopter les meilleures pratiques de gestion du risque ESG. »

« Pour faire évoluer les portefeuilles, nous analysons en premier lieu leur empreinte carbone et plus largement leur empreinte ESG, puis nous fixons un objectif d'amélioration, en ayant en tête un besoin de diversification »

Camille Barbier,
directeur général délégué
– directeur des gestions
chez Apicil AM

Des grilles d'analyse ESG spécifiques ont donc été élaborées en parallèle par les sociétés de gestion. « Concernant les Etats, leurs ressources et leurs positions géographiques sont clairement définies. Ainsi, l'exposition aux risques d'adaptation au changement climatique, c'est-à-dire leur vulnérabilité vis-à-vis de risques physiques, est plus facile à apprécier que pour des entreprises dotées de multiples implantations géographiques. La question est donc de savoir comment un Etat est positionné pour répondre à ces risques, quelle est sa vulnérabilité et quelle est sa capacité de réponse. Sur ces sujets, notre modèle d'analyse ESG et Carbon Impact dans le fixed income souverain est fondé sur des données du domaine public, données dont la granularité permet de structurer une analyse de l'exposition des Etats au changement climatique. Ensuite, sur

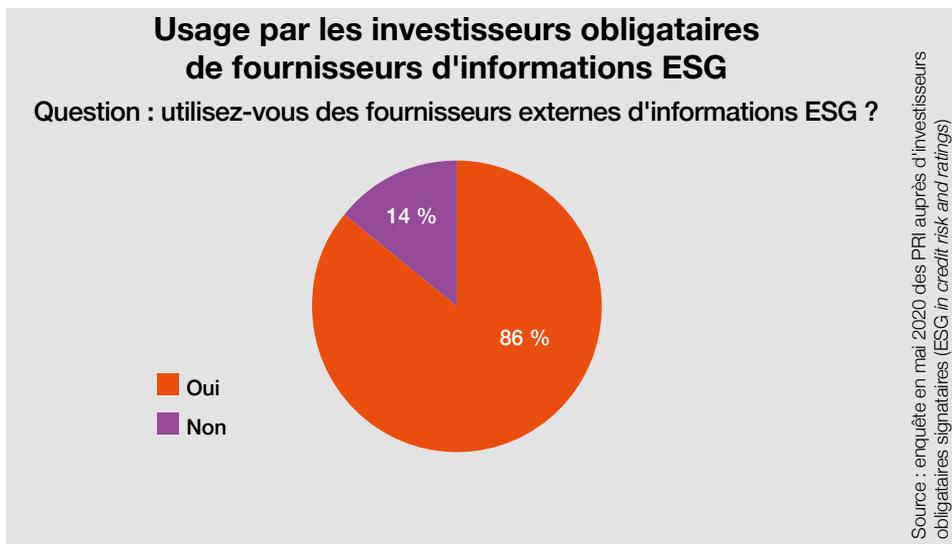
la partie transition, nous étudions le mix énergétique et globalement la policy action, c'est-à-dire les actions du pays au regard de ses engagements sur l'Accord de Paris et, au même titre que pour les entreprises, les investissements réalisés dans les énergies renouvelables ou nouvelles technologies pour atteindre ces objectifs », détaille Marie Lassegnore.

Une approche spécifique sur les marchés émergents

En outre, l'appréhension des pays émergents doit être adaptée pour prendre en compte leur niveau de développement, leurs contraintes. « Notre approche est non discriminante pour les pays émergents : nous cherchons à remettre les pays dans leur contexte local et nous n'aurons pas les mêmes exigences pour un pays européen que pour un pays asiatique, comme l'Inde, en plein boom démographique et qui a des besoins d'électrification de ses zones rurales et continue pour cela à avoir recours au charbon, par exemple », ajoute Marie Lassegnore. La spécificité des pays émergents vaut d'ailleurs aussi pour les entreprises : « Dans l'univers émergent, nous distinguons bien les Etats des entre-

Une analyse de la vulnérabilité des souverains et de leur capacité de réponse

Pour les investisseurs obligataires, la logique d'intégration doit nécessairement s'étendre à leurs portefeuilles d'obligations souveraines.



prises. Une question morale se pose concernant les Etats car, le plus souvent, les pays les moins développés sont aussi les moins avancés en termes ESG, avec un fort recours aux énergies fossiles, moins coûteuses, et une grande importance de l'industrie lourde. Or ils ont de grands besoins de financements étrangers, souligne Romain Lacoste. La problématique est différente concernant les entreprises qui opèrent dans les pays émergents, car elles sont globalement en bonne santé financière, les leviers d'endettement sont même plus faibles que dans les pays développés et beaucoup ont des capitalisations élevées et les moyens de mettre en place des politiques ESG. Nous pouvons donc être plus fermes vis-à-vis de ces entreprises pour exiger le respect de normes ESG strictes. Cela d'autant plus qu'il y a une très bonne dynamique sur les enjeux ESG sur les marchés émergents, avec des progrès concrets réalisés en matière de reportings et de réalisations sur ces sujets, ainsi qu'une bonne intégration des attentes des investisseurs. A certains égards, les entreprises de ces pays sont ainsi souvent plus avancées que les groupes américains. C'est d'autant plus vrai dans les pays à la périphérie de l'Europe occidentale. Par ailleurs, en termes sectoriels, les acteurs des domaines les plus exposés aux risques ESG, ceux des matières premières, du pétrole et des mines en particulier, ont les approches ESG les plus avancées. »

« Nous devons préserver l'équilibre des portefeuilles, aussi nous devons nous donner la possibilité de sélectionner les entreprises qui se transforment, afin de les aider à financer leur transition et non pas d'exclure des secteurs aveuglément »

Marie Lassegnore,
gérante et responsable
ESG Fixed Income et
Cross Asset
à La Française AM

« En concevant nos ETF fixed income ESG, nous avons en tête d'offrir une

Un besoin des investisseurs institutionnels de conserver des portefeuilles équilibrés

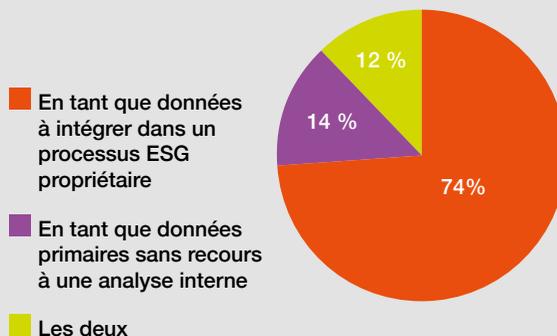
Ce souhait d'améliorer le profil de son portefeuille au regard d'objectifs ESG est partagé par la plupart des investisseurs. Néanmoins, beaucoup ont aussi le besoin de conserver une allocation en phase avec le marché, de ne pas s'éloigner de leurs benchmarks. Ainsi se pose la question des biais engendrés par l'intégration de ces facteurs dans les processus d'investissement. « L'analyse des indices ESG fait apparaître une tracking error élevée, c'est-à-dire un risque élevé vis-à-vis des indices de référence », constate Camille Barbier. L'enjeu peut donc être de réduire ces biais.

brique de remplacement, d'améliorer le score ESG, mais d'apporter certaines contraintes pour faire en sorte que la composition de leurs portefeuilles reste en ligne avec la durée, la répartition sectorielle des indices « parents », d'éviter une trop forte tracking-error » précise Antoine Lesné.

Ces préoccupations ESG doivent donc être conciliées avec le besoin absolu de beaucoup d'investisseurs institutionnels de continuer à aligner leurs portefeuilles sur leurs benchmarks, leurs allocations stratégiques construites dans la perspective de dégager des rendements à même de leur permettre de couvrir leurs engagements de passif sur des horizons prédéfinis. « Les assureurs qui gèrent leurs fonds propres, leurs fonds en euros ont ce besoin de réconcilier un objectif d'équilibre de leurs portefeuilles avec des attentes en matière de durabilité, ce qui n'est pas aisé sur le fixed income aujourd'hui avec le niveau actuel des taux, relate Nathalie Pistre. Aussi, rares sont les investisseurs qui peuvent tolérer des biais sectoriels, tels que la suppression complète du secteur pétrolier par exemple. Il est difficile d'affirmer qu'imposer un filtre ESG sur l'obligataire ne s'opère pas

Usage par les investisseurs obligataires de fournisseurs d'informations ESG

Question : comment utilisez-vous ces informations ESG tiers dans la gestion obligataire ?



Source : enquête en mai 2020 des PRI auprès d'investisseurs obligataires signataires (ESG in credit risk and ratings)

Usage par les investisseurs obligataires de fournisseurs d'informations ESG

Question : êtes-vous satisfaits de la couverture des marchés obligataires suivants ?

Les mots en bleu et de grande taille représentent les univers que les investisseurs estiment bien couverts par les fournisseurs d'informations ESG.



Source : enquête en mai 2020 des PRI auprès d'investisseurs obligataires signataires (ESG in credit risk and ratings)

aux dépens de la performance, en tout cas à court terme. Le principe doit être la transparence, afin d'évaluer objectivement le coût des décisions d'investissement à prendre pour labelliser ou améliorer la qualité ESG d'un fonds ou d'un mandat, l'éventuelle tracking-error vis-à-vis d'un benchmark, la déformation du portefeuille, et de choisir en connaissance de cause. Un équilibre doit être trouvé avec chaque investisseur. Certains d'entre eux souhaitent ainsi accompagner la transition énergétique, par exemple celle du secteur pétrolier et gazier, plutôt que d'exclure. Ils privilégieront alors une démarche d'engagement vis-à-vis des entreprises. » Une observation confirmée par Camille Barbier au sujet des portefeuilles gérés pour le compte de compagnies d'assurances : « Ce sont des portefeuilles constitués au fil des années, qui

ne sont pas comptabilisés en mark to market mais en valorisation historique. Pour les faire évoluer, nous analysons en premier lieu leur empreinte carbone et plus largement leur empreinte ESG, puis nous fixons un objectif d'amélioration, en ayant en tête un besoin de diversification la plus large possible à combiner avec l'application de facteurs ESG qui nécessite d'écarter certains titres, certains Etats. Il faudra toujours veiller à ne pas faire naître un risque financier d'une trop forte concentration des portefeuilles ».

« Une approche plus élaborée consiste à demander une prime de risque additionnelle pour rémunérer de manière juste le risque ESG d'un émetteur spécifique »

Romain Lacoste, analyste-gérant chez IVO Capital Partners

Une transformation progressive des portefeuilles

Les portefeuilles doivent donc être transformés progressivement, sans que cela ne se fasse au détriment de la performance financière. Nathalie Pistre considère ainsi que « le travail actif des gérants doit consister à mettre en

conformité dans le temps, au fur et à mesure des tombées des émetteurs, les portefeuilles de leurs clients institutionnels, pour les aider à accompagner la transition ». Les gérants d'actifs ont en effet une responsabilité forte vis-à-vis des investisseurs : « Ces optimisations ESG provoquent nécessairement des biais et le risque de concentration est effectivement d'autant plus grand dans l'univers des émetteurs souverains. Or nous avons une responsabilité fiduciaire, nous devons bien définir ces normes ESG, expliquer leur impact et décider des contraintes dans lesquelles nous souhaitons pouvoir évoluer, afin de rester proches de l'objectif de performance financière de l'investisseur, sans surperformer, ni sous-performer », estime Antoine Lesné. Il relève cependant que « nous pouvons aussi tabler sur une moindre volatilité, en particulier durant les périodes de stress sur les marchés, grâce à ces biais ESG ». Dans ce contexte et afin de conserver une diversification satisfaisante, exclure des secteurs entiers n'est sans doute pas la solution optimale. « Nous devons préserver l'équilibre des portefeuilles, en particulier pour des gestions benchmarkées. Aussi nous devons nous donner la possibilité de sélectionner les entreprises qui se transforment, afin de les aider à financer leur transition et non pas d'exclure des secteurs aveuglément » prône ainsi Marie Lassegnore.

En parallèle, les convictions des gérants sur ces thèmes les amènent à engager un dialogue avec le management des entreprises. L'engagement n'est plus réservé aux seuls actionnaires. « Même si en tant que détenteurs obligataires, nous n'avons pas le pouvoir de voter, nous avons décidé d'apporter dans les discussions avec les 3000 à 4000 sociétés avec lesquelles State Street échange, le point de vue de l'investisseur obligataire », indique Antoine Lesné. ▀

« NOUS PRENONS EN COMPTE LA DIMENSION EXTRA-FINANCIÈRE DÈS LA DÉFINITION DE L'ALLOCATION STRATÉGIQUE DE LONG TERME »

Avez-vous mis en œuvre une approche d'intégration ESG sur vos portefeuilles obligataires ?

Elaborer une approche d'intégration ESG sur l'obligataire est crucial, car cette classe d'actifs représente entre 75 % et 85 % des différents mandats vie et non-vie d'Aviva France. C'est un enjeu clé, aussi bien sur le crédit que sur les obligations souveraines, mais aussi sur les actifs illiquides, tels que la dette privée. Dès la définition de l'allocation stratégique de long terme, de l'approche ALM, nous prenons en compte la dimension extra-financière. Cela est d'autant plus nécessaire que nous avons, pour objectif, notamment sur le volet climat, un alignement sur le scénario établi par l'Accord de Paris, soit la neutralité carbone à l'horizon de 2050, à travers la « Net-Zero Alliance Owner », qui rassemble plusieurs dizaines d'investisseurs institutionnels internationaux.

Concrètement, comment intégrez-vous cette dimension extra-financière dans l'allocation stratégique ?

Elle est bien prise en compte dès la phase de construction de portefeuille. Notre allocation stratégique à trois ans, qui est revue chaque année, repose sur la modélisation de nos passifs à partir des niveaux de garantie offerts, combinée avec des projections sur l'évolution de nos actifs, simulée sur plusieurs milliers de scénarios, afin de bien maîtriser l'atterrissage financier. Or, dans ce processus, nous avons décidé depuis quatre ans d'ajouter aux données financières, des données extra-financières. Nous cherchons ainsi à nous assurer que l'univers d'investissement qui découle de notre allocation stratégique est bien compatible avec notre objectif d'équilibre financier et avec notre stratégie ESG, dont en particulier l'objectif d'alignement sur le scénario de l'Accord de Paris.

Cette sélectivité au regard de facteurs ESG aboutit-elle à des biais dans vos allocations ?

En théorie, cet alignement des portefeuilles sur le scénario de l'Accord de Paris devrait conduire à une concentration sur les secteurs les moins gourmands en énergie, en excluant de fait les *utilities* et l'industrie lourde. Mais ce n'est pas possible. Les investisseurs ont besoin d'un bon équilibre sectoriel, ainsi qu'en termes de notation, or sur les segments du *high yield* ou de de la dette émergente, la propor-



Philippe Taffin,
directeur des investissements
chez Aviva France

tion d'entreprises des secteurs de l'industrie lourde et des pétrolières est importante. Les investisseurs ne peuvent clairement pas immédiatement désinvestir de tous ces secteurs. Ils doivent au contraire accompagner la transformation des secteurs les plus émetteurs, l'évolution de leurs solutions technologiques vers des modèles économiques plus respectueux du climat. Afin de maintenir un bon équilibre sectoriel et atteindre le rendement cible, nous devons combiner l'exclusion des émetteurs les moins bien notés avec une optimisation de l'allocation et aussi nous attacher à une vision prospective du portefeuille.

Comment abordez-vous l'analyse ESG des émetteurs souverains ?

Comme pour les entreprises, nous nous fondons sur des éléments objectifs de la qualité ESG d'un Etat et nous avons défini un processus robuste. Nous l'analysons à travers les réglementations mises en œuvre en matière, par exemple, de lutte contre la corruption, contre les conflits d'intérêts, en faveur de l'égalité homme-femme, concernant les enjeux climatiques ou la gestion des déchets. La qualité de la gouvernance d'un Etat, les droits offerts aux contre-pouvoirs, doivent aussi être pris en compte.

Concernant la dette privée, quelle est votre démarche vis-à-vis des entreprises ?

La dette privée offre l'opportunité de mettre en œuvre un dialogue actif avec les entreprises, plus facilement que pour les obligations listées, et d'avoir ainsi une action directe sur le management. Nous pouvons peser davantage sur les engagements de l'émetteur au moment de la structuration de la dette. Pour aller encore plus loin, les fonds de dette à impact répondent bien aux souhaits des investisseurs, car en liant leur rémunération à des objectifs extra-financiers, ils ont l'avantage de mieux mobiliser les entreprises à qui nous prêtons. La place de Paris a d'ailleurs franchi un cap important avec le programme « Relance Durable France », lancé en juillet 2020 par les assureurs français avec la Caisse des dépôts, qui impose un principe de conditionnalité des investissements (en dette privée, ainsi qu'en actions cotées et non cotées) à l'intégration des enjeux du développement durable dans l'entreprise et à la fixation d'objectifs dans ce domaine. Précisément, l'évaluation portera, entre autres, sur la création d'emplois, la part des femmes dans le management, l'empreinte carbone et la production relocalisée. ▀

COUP D'ACCÉLÉRATEUR SUR LE MARCHÉ DES « SUSTAINABILITY BONDS »

Green bonds, social bonds et désormais « sustainability linked bonds » permettent à différentes typologies

Le marché des *sustainability bonds* s'est considérablement étoffé ces derniers mois : les historiques *green bonds* ont vu leur développement s'accélérer sous l'impulsion de plusieurs Etats européens, tandis que le recours aux *social bonds* comme outil de refinancement des indemnités chômage (par l'Unedic en France et via le programme Sure, au niveau européen, par exemple) s'impose. En parallèle, un nouveau format d'émission est apparu récemment : les *sustainability linked bonds*. Leur mission n'est pas aussi spécifique et repose plus globalement sur des objectifs ESG, que se fixe un émetteur. Ils permettent à des entreprises à des entreprises, qui n'auraient pas vocation à refinancer des projets environnementaux ou sociaux, de se financer sur ce marché des *sustainability bonds*, qui attire de plus en plus d'investisseurs, décidés à renforcer leur stratégie d'investissement responsable.

Un décollage des émissions souveraines sur les green bonds

Il reste qu'en 2021 et dans les toutes prochaines années, la dynamique du marché des obligations vertes se confirmera. « Sur le marché des *green bonds*, nous nous attendons à un très fort décollage des émissions des Etats cette année, avec un volume de près de 600 milliards d'euros, entre autres grâce au plan de relance de 750 milliards d'euros, qui sera financé à hauteur de 30 % par des émissions à ce format. Nous attendons aussi les prochains détails de la taxonomie, qui va donner un coup de

d'émetteurs de se financer auprès d'investisseurs soucieux d'améliorer l'empreinte ESG de leurs portefeuilles.

fouet supplémentaire à ce marché, anticipe Camille Barbier, directeur général délégué – directeur des gestions chez Apicil Asset Management. Il reste toujours dominé par les souverains et les « proxy Etats » et c'est la raison pour laquelle nous avons décidé de nous focaliser sur cet univers d'investissement dans le cadre de notre nouveau fonds d'obligations durables. »

Emettre une obligation verte engage à n'utiliser le fruit de l'émission que pour des projets spécifiques et prédéfinis (immobilier vert, efficacité énergétique...), dans le respect d'une taxonomie développée à l'origine par l'ICMA (les *Green bonds* principes), puis au niveau européen à travers le standard européen des obligations vertes. « La difficulté pour les entreprises est qu'émettre sur ce marché requiert d'avoir au minimum 300 à 500 millions d'euros d'Opex et/ou de Capex à refinancer dans des projets considérés comme « verts ». Beaucoup d'émetteurs de taille petite ou moyenne n'ont pas suffisamment de projets à refinancer », relève Marie Lassegnore, gérante et responsable ESG Fixed Income et Cross Asset de La Française. « La question de la taille des émissions est effectivement un sujet car beaucoup de petits émetteurs n'ont pas accès à ce marché des *green bonds*, reconnaît Antoine Lesné, responsable stratégie et recherche SPDR ETF pour la région EMEA chez State Street Global Advisors. Mais désormais, la réglementation est un bon vecteur de développement pour ces marchés : l'objectif est

*de canaliser des flux d'investissement vers des projets de transition, à travers des *green bonds*, mais aussi des *social bonds* et des *sustainability linked bonds*. Ce développement va nécessairement se traduire par la création de véhicules d'investissement, soit des fonds, soit des mandats, qui répondront au souhait d'institutionnels de s'exposer à ces marchés. Il sera nécessaire cependant d'être attentif au risque de *green washing*, car la question de la qualité des reportings, de leur standardisation, n'a toujours pas été parfaitement résolue, alors qu'elle se posait déjà au moment du lancement du marché des *green bonds*, il y a une dizaine d'années. » Cette exigence est effectivement un point d'attention majeur pour les gérants spécialisés. « Nous avons une approche analytique : nous ne nous arrêtons pas à l'étiquette « *green bonds* ». Notre équipe interne d'analystes spécialisés évalue en détail les projets financés, puis nous suivons l'évolution de ces projets, leur adéquation avec les engagements pris au moment de l'émission par l'entreprise. En outre, nous nous assurons du respect par cet émetteur de nos critères ESG », précise Nathalie Pistre, directrice recherche et ISR d'Ostrum AM.*

Marché mondial des "green bonds"

1.002 milliards de dollars (janvier 2021)

Source : Climate Bond Initiative

Une démarche et des normes plus exigeantes vis-à-vis des émetteurs de green bonds

Dans cette perspective, « la qualité du reporting est un aspect crucial de notre analyse, insiste Camille Barbier. Aujourd'hui, les règles, issues par exemple des *Green Bonds Principles*, sont des normes ex ante qui obligent les émetteurs à s'engager sur l'usage des capitaux levés, mais sans réel contrôle ex

post sur la réalisation effective des reportings par les émetteurs. De même, aujourd'hui, les engagements ne sont pas suffisamment contraignants juridiquement, alors qu'ils pourraient avoir la même valeur que les principales clauses des contrats d'émission. Notre objectif est ainsi d'avoir une démarche exigeante afin d'éviter les entreprises qui pratiqueraient le green washing et développer un véritable portefeuille à impact dans l'univers bien délimité des émetteurs souverains ». En complément et afin d'imposer au processus d'investissement des normes exigeantes, les sociétés de gestion sont susceptibles d'appliquer les règles édictées par le label Greenfin. « Nous avons aussi décidé de demander le label Greenfin pour notre fonds de green bonds, car il impose des normes encore plus contraignantes que celles des Green Bonds Principles définis par l'ICMA et il nous permet ainsi d'améliorer encore le profil durable de notre portefeuille, complète Camille Barbier. Ce label a par exemple, en matière de construction, des critères concernant l'efficacité énergétique plus élevés que ceux de l'ICMA. En conséquence, nous nous attachons à évaluer pour chaque émission de green bonds la part des projets à financer qui sont éligibles au label Greenfin, afin de pouvoir proposer aux investisseurs d'avoir un impact carbone clairement défini. Enfin, nous procédons aussi à des exclusions, puisque nous écartons par exemple la Finlande et la Pologne qui n'ont pas signé les conventions qui nous paraissent primordiales dans ce domaine. »

Les « sustainability linked bonds » vont permettre une diversification des émetteurs

Dans ce contexte de domination des émetteurs souverains sur le marché des obligations vertes, les investisseurs à la recherche d'une exposition au marché du crédit apprécieront de pouvoir désormais se tourner vers ce nouveau marché des « sustainability linked bonds ». « Le marché des obligations vertes bénéficie

en effet déjà d'une certaine maturité et d'une bonne reconnaissance par les investisseurs obligataires à la recherche d'une démarche d'impact. Mais il est composé à environ 50 % d'obligations gouvernementales ou quasi-souveraines, dont des banques de développement, et est presque exclusivement investment grade, ce qui pèse sur les rendements offerts. Dans ce contexte, l'émergence des sustainability linked bonds depuis le dernier trimestre 2020 est une bonne nouvelle. Après Enel, le premier émetteur sur ce marché, il y a plus d'un an, quasiment aucun autre émetteur n'était apparu, mais depuis la fin de l'année dernière, les émissions se multiplient », observe Marie Lassegnore. Total prévoit ainsi de réaliser à l'avenir tous ses financements seniors via des sustainability linked bonds. « L'intérêt est que ce nouveau format ne se focalise plus sur l'utilisation des fruits de l'émission pour un projet, mais sur la finalité : un objectif environnemental. La Banque centrale européenne encourage d'ailleurs le recours à des indicateurs environnementaux pour que ces obligations soient éligibles à son programme de rachat d'actifs. Une entreprise peut par exemple s'engager à faire baisser ses émissions de 25-30 % à l'horizon de 5-10 ans, avec une fenêtre d'évaluation qui sera inférieure à celle de la maturité de l'obligation et potentiellement un step-up de coupon (clause de renchérissement) à délivrer à l'investisseur si l'objectif n'est pas atteint, détaille Marie Lassegnore. Cependant, le principe est bien que l'investisseur croie au projet de transformation de l'entreprise émettrice d'un sustainability linked bond - en particulier sur la réduction de ses émissions ou le recyclage de ses déchets - dont les ambitions devront être remises dans le contexte de l'activité de l'entreprise. L'intérêt en tant qu'investisseur sera d'avoir une vision globale de la stratégie d'une entreprise et non juste à

l'échelle d'un projet. Ce type de titres permet de s'exposer à des secteurs à plus haute intensité carbone. D'autant que de plus en plus d'émetteurs vont émettre sous ce format. La question de la valorisation de ces obligations est ouverte, alors que nous n'avons pour le moment

qu'une vingtaine d'émissions. L'ouverture de ce marché est très encourageante et nous devrions observer l'arrivée de nouveaux émetteurs de plus petite taille, ouvrant le marché au segment high yield. »

Les constats sont les mêmes dans les pays en voie de développement. « Le marché des sustainability bonds est très dynamique sur les marchés émergents. Nous observons des émissions de green bonds, de social bonds, mais aussi récemment des sustainability linked bonds. Sur les six derniers mois, nous avons compté

quatre émissions de SLB en Amérique latine seulement, et la tendance est appelée à se poursuivre. Les green bonds ne sont pas récents, puisqu'ils se développent depuis une dizaine d'années, et ils ont ainsi atteint une certaine maturité. La limite de ce marché est qu'il est cantonné à certains projets très spécifiques, aussi ses perspectives de croissance sur les marchés émergents comme ailleurs sont restreintes par nature, confirme Romain Lacoste, analyste-gérant chez IVO Capital Partners. Pour leur part, les SLB représentent un vrai potentiel : ils ont l'avantage de représenter une alternative aux green bonds, ils peuvent être utilisés sur un éventail de secteurs plus diversifié et permettent d'aller plus loin en termes d'accompagnement des émetteurs sur leurs enjeux ESG, car ils pourront s'engager sur des objectifs précis, leurs émissions de CO₂ par exemple. Ils permettent aux investisseurs d'intervenir sur un univers très large d'entreprises et d'avoir un impact bien plus important sur le profil ESG des émetteurs ». ■

Émissions de "Green bonds"

222,8
milliards de dollars
2020 (Constaté)

350
milliards de dollars
2021 (Anticipé)

Source :
Climate Bond Initiative

Camille BARBIER, directeur général délégué – directeur des gestions chez Apicil Asset Management



Camille Barbier travaille depuis 2001 en gestion financière. Son parcours l'a conduit à occuper des postes à responsabilités dans des sociétés de gestion reconnues (Natixis AM, Ecofi, Twenty First Capital) et au sein d'une mutuelle d'assurance-vie (Mutuelle d'Ivry). Spécialiste en gestion obligataire, Camille a élargi progressivement son expertise à la gestion diversifiée et à l'allocation d'actifs. Après une expérience entrepreneuriale réussie (fondateur et CIO de Salamandre AM), il a rejoint Apicil Asset Management en janvier 2020 comme directeur des gestions.

Nathalie PISTRE, directrice recherche & ISR chez Ostrum AM



Nathalie Pistre a débuté en 1992 en tant qu'enseignante en finance au Ceram et chercheur à l'Inria (Sophia-Antipolis). Elle rejoint Ostrum Asset Management (précédemment Natixis AM) en 2001 en tant que *risk manager*, puis devient responsable du département des risques. Elle devient directrice adjointe de la gestion obligataire en 2007, puis de la gestion taux en 2010. Elle est également directrice du pôle SAM'S (structuration, analyse modélisation et solutions). Elle devient directrice recherche quantitative, support et développement en novembre 2017. Depuis novembre 2020, Nathalie Pistre est directrice recherche et ISR. Nathalie Pistre est diplômée de HEC, possède un DEA de finance de l'Université Paris-Dauphine et un doctorat en gestion (Finance).

Romain LACOSTE, analyste-gérant chez IVO Capital Partners



Romain Lacoste est co-gérant du fonds IVO Short Duration et membre du comité d'investissement d'IVO Capital Partners. Après diverses expériences en banque d'investissement, notamment en *trade finance* chez Société Générale CIB, il a rejoint la société en septembre 2014 en tant qu'analyste financier, basé à Mexico, pour travailler exclusivement sur le fonds IVO Fixed Income. De retour à Paris depuis fin 2019, il co-gère désormais le fonds IVO Short Duration. Romain Lacoste est titulaire d'un MSC en management, filière finance de l'Essec, et est titulaire du CFA.

Antoine LESNÉ, responsable stratégies et recherche SPDR ETF pour la région EMEA chez State Street Global Advisors



Antoine Lesné est responsable stratégies et recherche SPDR ETF pour la région EMEA chez State Street Global Advisors. Il est notamment chargé de la diffusion de la gamme d'ETF SPDR au regard des conditions de marché, mais aussi en fonction de l'environnement économique à long terme. Il a rejoint SSGA en 2006 en tant que stratégeste obligataire avec un focus sur les stratégies globales et euro. Auparavant, Antoine a supporté les efforts de distribution d'une plateforme d'analyse de risques et de valorisations de produits structurés chez Sungard Reech. De 2000 à 2004, il a participé au lancement d'une plateforme électronique de *trading* des *swaps* de taux d'intérêt indépendante. Antoine a commencé sa carrière chez SG CIB dans le pôle des produits obligataires dérivés et structurés de taux et change. Antoine Lesné est diplômé de l'Escem promotion 1998.

Marie LASSEGNORE, gérante de portefeuille crédit et responsable de l'ESG Fixed Income et Cross Asset à La Française AM



Marie Lassegnore, CFA, est gérante de portefeuille crédit et responsable de l'ESG pour Fixed Income et Cross Asset à La Française AM qu'elle a rejoint en 2018. Elle travaillait auparavant pour Aberdeen Standard Investments à Londres, au sein de l'équipe global crédit, où elle a mis en place les stratégies *low carbon* pour des stratégies globales et européennes. Marie est titulaire d'une licence de mathématiques appliquées aux sciences sociales de l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne et d'un master en management de l'EM Lyon Business School.

Philippe TAFFIN, directeur des investissements chez Aviva France



Philippe Taffin est diplômé de HEC, titulaire d'un DEA d'économie spécialisé dans le financement de l'économie et les sujets de l'endettement. Il est également actuaire diplômé IAF. Il débute en 1987 chez BTP Investissement, puis rejoint la Barep (filiale de la Société Générale) en tant que responsable du *desk* obligataire. En 1993, il intègre HSBC Assurances au poste de directeur des investissements. En 1998, il prend la responsabilité de l'ingénierie financière et actuariat chez Axa IM, puis en 2005, celle du pôle développement et spécialistes produits au sein du Crédit Agricole Asset Management. Il rejoint Aviva Investors France en 2010 en tant que responsable du développement produits avant de devenir directeur des investissements d'Aviva France en mai 2012.

APICIL ASSET MANAGEMENT

www.apicil-asset-management.com



Apicil Asset Management est la filiale de gestion d'actifs du groupe Apicil. Basée à Paris et à Lyon, la société de gestion a bâti des expertises pointues

dédiées à une clientèle professionnelle d'institutionnels (mutuelles, assureurs, caisses de retraite et fondations) et de distributeurs (gestions privées, *family offices*, fonds de fonds, plateformes d'assurance-vie et conseillers en gestion de patrimoine).

Sous la marque Roche-Brune, elle développe une gestion typée de convictions, aidée par l'outil digital M.U.S.T.

Sous la marque Stratégie, elle se spécialise dans la gestion obligataire, thématique et diversifiée.

L'innovation, l'investissement socialement responsable, et la performance sont au cœur de ses ambitions.

OSTRUM AM

www.ostrum.com



Acteur responsable¹, parmi les leaders européens de la gestion institutionnelle², Ostrum Asset Management accompagne ses clients opérant avec des contraintes

de passif, en leur proposant une offre duale : la gestion d'actifs avec 448 milliards d'euros d'encours sous gestion³ et la prestation de services dédiés à l'investissement avec 581 milliards d'euros d'encours administrés³.

1. Ostrum AM est une des premières sociétés de gestion françaises signataires des PRI en 2008. En savoir plus : www.unpri.org.

2. IPE Top 500 Asset Managers 2020 a classé Ostrum AM, au 77^e rang des plus importants gestionnaires d'actifs au 31/12/2019. Les références à un classement ne préjugent pas des résultats futurs de la société de gestion.

6. Source : Ostrum Asset Management, données consolidées à fin décembre 2020. Les encours administrés incluent les encours d'Ostrum AM. Les prestations de services pour un client donné peuvent porter sur certains services uniquement.

IVO CAPITAL PARTNERS

www.ivocapital.com



Ivo Capital Partners est une société de gestion française indépendante spécialiste de la dette d'entreprise. Créée en 2012, elle investit dans le crédit coté et non coté avec une prédilection pour les situations offrant des primes de rendement sur les marchés internationaux, notamment émergents. A fin décembre 2020, elle gère 950 millions

d'euros d'encours au travers de mandats de gestion, de quatre fonds obligataires Ucits et de véhicules dédiés à des opérations de dette privée dans les domaines du financement de contentieux juridiques et de l'octroi de prêt à des sociétés en forte croissance. La société compte une vingtaine de collaborateurs au sein de ses bureaux de Paris, Mexico et São Paulo.

STATE STREET GLOBAL ADVISORS

www.ssga.com



Depuis 40 ans, State Street Global Advisors répond aux besoins des gouvernements, des institutions et des conseillers financiers. Grâce à une approche rigoureuse tenant

compte des risques et reposant sur la recherche, l'analyse et l'expérience de marché, nous utilisons notre gamme étoffée de stratégies actives et indicielles pour créer des solutions d'investissement économiques. Nous essayons de montrer aux entreprises en portefeuille que les pratiques favorables à l'humain et propices à la protection de la planète peuvent contribuer aux performances à long terme. Et en tant que pionniers de la gestion indicielle, des ETF et de l'approche ESG, nous concevons sans cesse de nouvelles approches d'investissement. Nous sommes donc devenus la troisième plus grande société de gestion au monde, avec un encours sous gestion de 3 150 milliards de dollars*.

* Ce chiffre au 30 septembre 2020 comprend environ 80,51 milliards de dollars d'actifs concernant des produits SPDR pour lesquels State Street Global Advisors Funds Distributors, LLC (SSGA FD) agit comme simple agent de commercialisation ; SSGA FD et State Street Global Advisors sont affiliés.

LA FRANÇAISE

www.la-francaise.com



Les changements majeurs liés aux défis environnementaux et sociétaux sont autant d'opportunités de reconsidérer l'avenir. Les nouveaux leviers

identifiés constitueront la croissance et la performance financière de demain. C'est dans cet esprit que le groupe La Française, société de gestion, forge ses convictions d'investissement et conçoit sa mission.

Organisé autour de 2 piliers que sont les « actifs financiers » et les « actifs immobiliers », La Française déploie un modèle multi-boutiques auprès d'une clientèle institutionnelle et patrimoniale en France et à l'international.

La Française gère 53 milliards d'euros d'actifs à travers ses implantations à Paris, Francfort, Hambourg, Londres, Luxembourg, Madrid, Milan, Hong Kong et Séoul (au 31/12/2020).



CAMILLE BARBIER

Directeur général délégué – Directeur
des gestions chez Apicil AM



NATHALIE PISTRE

Directrice recherche & ISR
chez Ostrum AM



ROMAIN LACOSTE

Analyste-gérant
chez IVO Capital Partners



ANTOINE LESNÉ

Responsable stratégie et recherche
SPDR ETF pour la région EMEA
chez State Street Global Advisors



MARIE LASSEGNORE

Gérante de portefeuille crédit
et responsable de l'ESG
Fixed Income et Cross Asset
à La Française AM



PHILIPPE TAFFIN

Directeur des investissements
chez Aviva France

L'AGEFI

L'Agence économique et financière fondée en 1911,
Immeuble Le Malesherbes 102-116, rue Victor Hugo
CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex
Tel. : 01 41 27 47 00 - Site Internet : www.agefi.fr
Président, directeur de la publication : Nicolas Beytout
Directeur général : François Robin (4768)
Directeur de la rédaction de L'Agefi : Alexandre Garabedian (4733)
Directeur commercial : Laurent Luiset (4748), Directeur de la Publicité : Anne-Sophie Belin (4708)
Directeur de Clientèle : Angélique Bertaut (4710)
Directeur de Clientèle Publicité financière : Adeline Tisseyre (4779)
Directeur (Publicité internationale) : David Caussieu (06 07 40 54 53)
Assistante commerciale : Sarah Negly (4729)
L'Agefi Hebdo est édité par : AGEFI SA au capital de 5 716 920 euros - Siège social : Immeuble
Le Malesherbes 102-116, rue Victor Hugo CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex
RCS : Nanterre 334 768 652 - N° Siret : 33476865200052 -
N° TVA intracommunautaire : FR 75 334 768 652, Principal actionnaire : Bey Médias Presse et internet
Conseil et contenus éditoriaux : Florent Berthaut, SORMANO - Conception graphique : Thierry Bruyas 06 13 58 09 98
Impression : Imprimerie de Compiègne - 2, avenue Berthelot - ZAC des mercières - BP 60524
60205 Compiègne Cedex - N° CPPAP : 0215 T 87083 - N° ISSN : 1777-165X

Nos prochaines thématiques

L'AGEFIHEBDO

Actifs réels

Gestion assurantielle & Solvabilité 2

Fonds sectoriels

Obligations convertibles

ETF et gestion indicielle