

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance

Le point de vue du porteur d'obligations

En juin 2019, Beutel Goodman est devenue signataire des Principes pour l'investissement responsable (PRI) des Nations Unies. Si, depuis plusieurs années, nous intégrons les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à nos activités de recherche sur les titres de crédit, en signant les PRI, nous officialisons et renforçons cette intégration.

Nous vous présentons le premier d'une série de « sujets du mois » sur les facteurs ESG que nous comptons publier tout au long de l'année.



Source: Adobe Stock

2 mars, 2020

Beutel Goodman

Équipe de titres à revenu fixe

Historiquement, l'intégration des facteurs ESG s'est faite moins vite dans les titres à revenu fixe que dans les actions. L'application des principes ESG aux titres à revenu fixe s'est toutefois nettement accélérée ces dernières années, en particulier avec l'essor de la finance durable et des obligations vertes.

L'horizon à long terme des placements dans les titres à revenu fixe s'harmonise généralement bien avec l'horizon également à long terme des risques et des opportunités ESG. Bon nombre des facteurs ESG pris en compte par les investisseurs en obligations sont les mêmes que ceux qui sont pris en compte par les investisseurs en actions : dans les deux cas, les investisseurs cherchent à déterminer la durabilité des flux de trésorerie à la lumière des risques ESG. La différence concerne finalement la gouvernance, car les investisseurs en actions peuvent exercer leurs droits de vote par procuration sur différentes questions telles que la rémunération des dirigeants, alors que les investisseurs en obligations peuvent voter par procuration uniquement lorsque l'on propose une modification des clauses restrictives, ce qui est assez rare. Toutefois, ce n'est pas parce que les porteurs de titres à revenu fixe n'ont pas droit de vote qu'ils ne peuvent pas s'adresser aux équipes de direction et se faire entendre sur les questions ESG. La fréquence des émissions d'obligations permet aux porteurs de

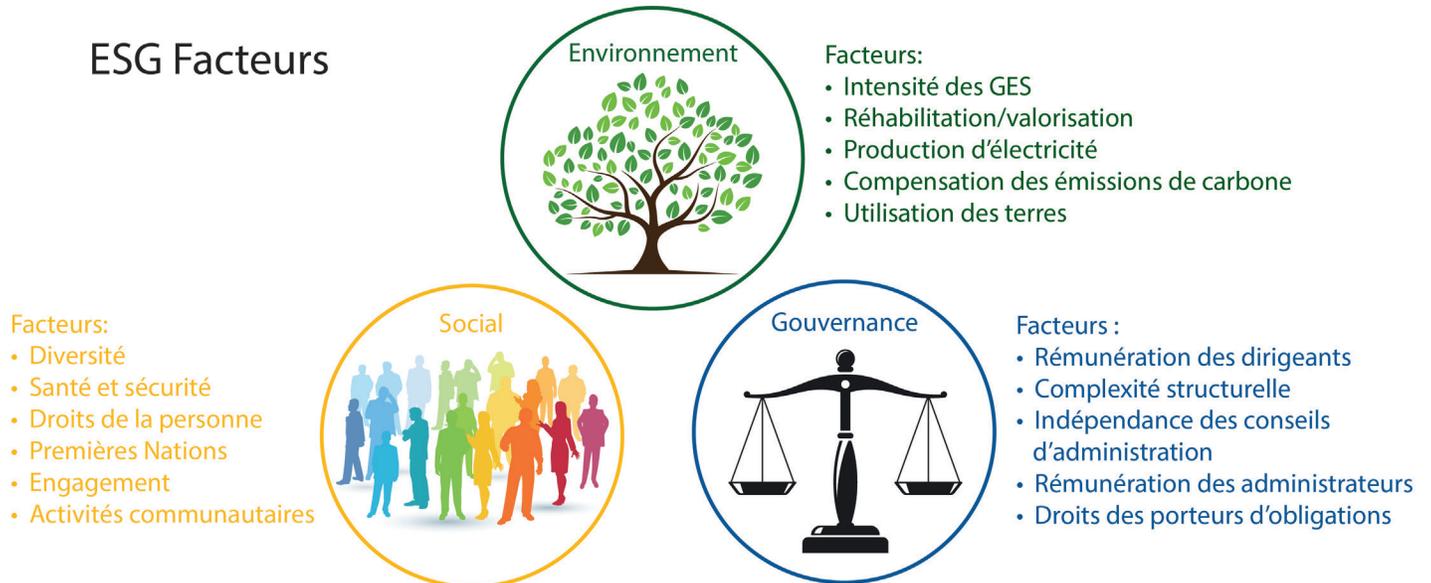
parts d'être en contact régulier avec les émetteurs, et peut leur donner une voix forte pour générer des changements positifs.

En termes simples, les facteurs ESG peuvent influencer sur la capacité de remboursement d'un emprunteur. Des problèmes ESG importants (modèles d'affaires à forte intensité d'émission de carbone, conflits de travail, atteintes à la sécurité des données, fraude, etc.) peuvent se traduire par des risques de crédit susceptibles de nuire aux flux de trésorerie, aux coûts du capital et à la réputation. L'analyse des facteurs ESG peut aider à déceler les risques ou les perturbations probables qui pourraient avoir une incidence défavorable sur les écarts de crédit. Les émetteurs dont le bilan est fragile ont généralement plus de difficulté à absorber les coûts et à gérer les retombées d'un événement ESG imprévu. Prenons par exemple le cas des lignes de transport de la société Pacific Gas and Electric (PG&E) qui, en novembre 2018, ont déclenché l'incendie mortel du « Camp Fire » en Californie. L'enquête subséquente a révélé que certains dossiers de sécurité des installations de gaz naturel avaient été falsifiés, que de l'équipement avait été mal entretenu, et que la société n'avait pas enterré certaines lignes de transport, alors qu'un budget avait été approuvé pour ces investissements par l'organisme de réglementation compétent. La société a ainsi été condamnée à des amendes et à des obligations de réparation qui l'ont contrainte à la faillite. Les principes ESG peuvent également avoir des effets

positifs. En 2013, un glissement de terrain est survenu à la mine Bingham Canyon de Rio Tinto, dans l'Utah. Personne n'a été blessé, car le site a pu être évacué à temps grâce au système d'alerte rapide de la société. Cet incident souligne qu'il est important pour les sociétés de mettre en place les mesures de sécurité nécessaires pour se protéger contre un événement imprévu ou pour réagir rapidement afin d'atténuer tout dommage additionnel.

En ce qui concerne les obligations de sociétés, la gouvernance est abordée d'une tout autre façon. Les enjeux liés à la surveillance, à la reddition de comptes et à la transparence peuvent avoir une incidence négative sur les écarts de crédit. Lorsqu'ils rencontrent les équipes de direction, les investisseurs en titres à revenu fixe doivent évaluer si celles-ci tiennent compte de leurs besoins et de leurs préoccupations et y répondent. Ils peuvent notamment parler des cibles précises en matière de levier financier et de notation, de la politique de répartition du capital, d'un ratio de distribution raisonnable, ou des mesures de rémunération incitative des dirigeants qui doivent favoriser les intérêts de toutes les parties prenantes, et non seulement ceux des actionnaires. De plus, les porteurs d'obligations doivent tenir compte de l'expérience de la direction. Par exemple, est-ce que des membres de l'équipe de direction ont déjà dirigé une société qui a fait défaut ou sont connus pour leur tendance à désavantager les porteurs d'obligations? L'esprit de gouvernance des porteurs d'obligations peut également

ESG Facteurs



se manifester par l'exigence de clauses restrictives plus strictes, voire de l'intégration de clauses ESG dans les actes de fiducie des obligations.

Au cours des dernières années, de nombreuses sociétés ont profité de la faiblesse des taux d'intérêt pour émettre une quantité record de titres d'emprunt. Dans bien des cas, le produit de ces emprunts n'a pas servi à financer des dépenses d'investissement, ce qui a généré des flux de trésorerie prêts à combler les besoins en matière de service de la dette. Les fonds recueillis ont en fait servi à financer des rachats d'actions ou des augmentations de dividendes. Bien que ces cas ne représentent pas tous un risque important pour les porteurs d'obligations, ces derniers doivent veiller à ce que la direction tienne compte de l'effet de levier et des notations de crédit lorsqu'elle met en œuvre des initiatives qui profitent aux actionnaires. Les investisseurs en titres de crédit doivent également être attentifs à ce que la direction n'ait pas comme seul objectif de faire monter le cours des actions, en particulier lorsque les membres de la direction sont des actionnaires importants ou que leur rémunération est largement basée sur la performance de ces actions.

Il faut aussi s'intéresser à la structure de propriété de la société, à la composition du conseil d'administration et aux mesures de protection contre les prises de contrôle – plus particulièrement contre la menace d'une prise de contrôle par des capitaux privés ou d'une acquisition par emprunt. Essentiellement, la gouvernance pour les détenteurs d'obligations se résume à une question de confiance : sommes-nous convaincus que la société et son équipe de direction rembourseront les obligations à leur échéance? Une société qui ne tient pas compte des intérêts des porteurs d'obligations pourrait voir son coût du capital augmenter ou être laissée à l'écart des marchés obligataires, et ainsi ne pas être en mesure d'émettre de nouveaux titres. La gouvernance doit être évaluée en fonction des intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

Concernant l'intégration des principes ESG à la recherche sur les titres de crédit, la question qui revient fréquemment est de savoir si ces principes ajoutent de la valeur à la performance. Chez Beutel Goodman, nous avons la responsabilité fiduciaire d'agir dans l'intérêt de nos clients. Notre principal objectif à titre de gestionnaires axés sur la valeur est de générer un rendement ajusté au risque supérieur, à long terme. Bien que les données continuent d'évoluer au rythme de l'intégration des principes ESG, certains éléments démontrent que les facteurs ESG améliorent réellement le rendement des

investissements obligataires. Une étude menée par MSCI sur des obligations de sociétés américaines de catégorie investissement et à rendement élevé a révélé que les écarts de crédit des sociétés dont les notations en matière d'ESG sont élevées sont généralement moindres que ceux des obligations de sociétés ayant des notations inférieures, surtout en période de volatilité sur les marchés¹. Une analyse effectuée en 2017 par S&P sur la façon dont les risques environnementaux et climatiques ont influencé les notations d'entreprises du monde entier sur une période de deux ans a permis de relever 106 cas où ces risques ont entraîné un changement au niveau de la notation et/ou des perspectives². S&P a également étudié les révisions à la baisse des notes entre 2010 et le T1 2019 et a constaté qu'environ 57 % des révisions à la baisse de la catégorie « A » à la catégorie « BBB » étaient attribuables à des décisions de gestion qui se sont traduites par des profils de crédit plus agressifs³.

Dans un récent rapport, le CFA Institute a conclu qu'il n'y a pas de manière idéale d'intégrer les principes ESG, pas plus qu'il n'y a de « solution miracle »⁴. L'intégration des questions ESG à un processus de gestion active des placements nécessite une analyse qualitative et quantitative des données, une collaboration avec l'émetteur ainsi que l'exercice du jugement sur l'incidence potentielle des facteurs ESG. Chez Beutel Goodman, nous n'abordons pas les questions ESG par une sélection négative; nous préférons prendre nos responsabilités en matière de gouvernance et participer aux discussions. À notre avis, un gestionnaire de fonds qui désinvestit perd tout son pouvoir et n'est plus en mesure de favoriser des pratiques d'entreprise responsables. Par exemple, une sélection négative qui sanctionnerait les émissions de carbone exclurait probablement les sociétés productrices d'électricité au charbon, ce qui nous priverait de l'occasion que représentent les sociétés de services publics qui entreprennent des projets de transition du charbon vers des sources d'énergie plus propres comme le gaz naturel. La plupart de ces projets de conversion sont basés sur les tarifs (c.-à-d. qu'ils découlent de la réglementation) et génèrent donc des flux de trésorerie et des rendements importants. Nous considérons que les questions ESG ne sont pas uniquement des aspects susceptibles de présenter des risques importants; ce sont également des occasions d'amélioration. L'exposition au risque lié aux facteurs ESG ne nous empêchera donc pas de faire un placement. Toutefois, nous éviterons généralement de faire des placements lorsque des facteurs ESG rendent difficile, voire impossible, l'évaluation exacte de la valeur de l'entreprise. L'intégration des facteurs ESG à la recherche sur les

titres de crédit chez Beutel Goodman est un processus itératif, et nous travaillons en étroite collaboration avec nos partenaires gestionnaires d'actions pour établir des pratiques exemplaires. Nous gardons le cap sur notre objectif, qui est de générer un rendement ajusté au risque supérieur en détenant de manière réfléchie et patiente des placements en obligations et en actions de sociétés de grande qualité. Les sociétés qui se démarquent par leurs pratiques ESG affichent souvent les fondamentaux que nous recherchons dans notre approche d'investissement axée sur la valeur : leurs qualités et leurs pratiques de gestion génèrent des flux de trésorerie stables à long terme. Comme les facteurs ESG peuvent avoir une incidence majeure sur la continuité d'une entreprise, ils représentent un volet important de notre processus d'analyse.

Chez Beutel Goodman, c'est l'analyste du crédit qui est chargé d'analyser les aspects ESG des obligations de sociétés. Nous n'avons pas d'équipe ESG distincte. C'est donc à l'analyste qu'incombe la responsabilité du choix de la société, tant du point de l'intégration des principes ESG aux titres de crédit que de celui du rendement relatif. À l'heure actuelle, tous nos rapports de recherche sur les titres de crédit comportent une section sur les facteurs ESG. Nous nous appuyons sur des sources internes aux sociétés, des entrevues avec les équipes de direction, des recherches d'agences de notation, des recherches de courtiers ainsi que des recherches de tiers sur les facteurs ESG. Dans nos rapports, nous effectuons une analyse par rapport aux pairs, nous identifions les principaux risques ESG auxquels est exposée la société, et dressons une liste des questions à discuter avec la société.

Les points à soulever sont autant proactifs que réactifs. Les sociétés figurant sur la liste des sociétés approuvées ont des pratiques de communication des questions ESG très variées; certaines ne fournissent aucune information sur la durabilité, tandis que d'autres produisent des rapports exemplaires. Voici des points dont nous pouvons discuter avec les sociétés :

- amélioration de la communication de l'information, ou respect des normes du Sustainability Accounting

Ce commentaire reflète l'opinion de Beutel, Goodman & Compagnie en date du 2 mars 2020. Il est fourni à titre d'information seulement; on ne devrait pas se fier aux renseignements contenus dans ce document, ceux-ci ne constituant pas des conseils précis financiers, fiscaux, de placement ou d'ordre juridique, ni de toute autre nature.

©2020 Beutel, Goodman & Compagnie Ltée. Tous droits réservés. Ne pas reproduire, distribuer, vendre ou modifier sans l'approbation écrite préalable de Beutel, Goodman & Compagnie Ltée..

- Standards Board (SASB) ou de la Global Reporting Initiative (GRI) pour la présentation de l'information;
- supervision directe des questions ESG par le conseil d'administration, et association de la rémunération des dirigeants à l'atteinte des objectifs ESG;
- engagement d'atteindre zéro émission nette de GES d'ici 2050;
- cibles de réduction des émissions;
- projets mis en œuvre par l'entreprise pour réduire son empreinte environnementale;
- élaboration de politiques en matière de droits de la personne et de corruption;
- mise en place d'un système de dénonciation;
- transparence fiscale;
- préparation à des événements comme les accidents de travail, les fuites de pipelines et les déversements miniers;
- participation des Premières Nations et des autres parties prenantes;
- indépendance du conseil d'administration;
- rémunération des dirigeants;
- diversité et inclusion dans la main-d'œuvre de la société, la haute direction et le conseil d'administration.

L'aspect positif de l'intérêt accru accordé aux principes ESG est que l'ensemble du secteur de la gestion d'actifs peut maintenant inciter les sociétés à bien expliquer à leurs investisseurs en quoi la durabilité ajoute de la valeur à leur profil d'investissement fondamental, et comment elles gèrent les risques liés aux questions ESG. L'intégration des facteurs ESG au processus d'investissement dresse un portrait plus global du secteur des investissements.

Références :

¹ Kowk, Kevin. MSCI. « Does High-Yield Receive The ESG Credit It Deserves? », 2018.

² S&P. « How Environmental and Climate Risks and Opportunities Factor Into Global Corporate Ratings - An Update. », 2017.

³ S&P. « Credit Trends: To 'BBB', Or Not To 'BBB': Management Decisions Spur Most U.S. Corporate Downgrades To 'BBB' », 2019.

⁴ CFA Institute. « ESG Integrating in the Americas: Markets, Practices, and Data. », 2018.