

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

L'évolution des facteurs ESG dans les titres à revenu fixe : conversation avec Sue McNamara



Les gestionnaires d'actifs et les investisseurs continuent d'adopter l'investissement responsable, et plus particulièrement l'investissement ESG. EY a récemment décrit les facteurs ESG comme « un changement fondamental en investissement », dans [un rapport qui montre également que les fonds communs de placement dits ESG continuent d'attirer des investissements records](#). Nous avons récemment rencontré Sue McNamara, première vice-présidente, Titres à revenu fixe, pour discuter de l'investissement ESG dans le monde des obligations, de même que de certains grands sujets d'actualité dans ce secteur.

L'enregistrement a eu lieu le 14 mai 2021. La transcription suivante a été adaptée pour plus de clarté.

Linda Watts : Merci de vous joindre à nous. Je m'appelle Linda Watts, et je suis vice-présidente, Service à la clientèle/développement des affaires chez Beutel Goodman. Aujourd'hui, je rencontre Sue McNamara, première vice-présidente, Titres à revenu fixe, une des gestionnaires de portefeuille responsables de l'intégration des facteurs ESG dans nos portefeuilles de titres à revenu fixe. Nous allons parler des facteurs ESG, c'est-à-dire des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance qui attirent de plus en plus l'attention lorsqu'il est question de placements. Sue, je vous remercie de prendre le temps de discuter de ce sujet avec moi.

Sue McNamara : Je vous en prie. J'ai hâte de vous parler de tout cela.

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

LW : Bien! Historiquement, les facteurs ESG ont été associés davantage au marché boursier qu'au marché obligataire et je crois que pour bien des gens, il est presque plus facile de comprendre les facteurs ESG du côté des actions. Pouvez-vous nous en dire plus à ce sujet, et nous décrire comment cela a évolué?

SM : Bien sûr. Je crois que si on pense d'abord aux actions pour l'ESG, c'est parce qu'on pense gouvernance, votes par procuration et discussion avec la direction. Tout cela est vraiment propre aux actions. Avec les titres à revenu fixe, on ne peut pas voter par procuration sur la rémunération des dirigeants ni sur les autres questions présentées à l'AGA. Le vote par procuration ne peut s'appliquer qu'aux modifications des clauses restrictives. Sa portée est très étroite et il est peu souvent utilisé. Pourtant, quand on y pense, les investisseurs en titres d'emprunt ont vraiment un rôle important à jouer sur deux fronts.

Premièrement, les entreprises tendent à émettre plus de titres d'emprunt que d'actions. Par conséquent, les équipes de direction sont bien plus souvent en rapport avec leurs détenteurs de titres d'emprunt qu'avec leurs actionnaires. Cela nous donne une occasion unique de discuter des questions ESG avec les dirigeants lorsque nous les rencontrons. Dans l'avenir, il est possible que nous commençons à intégrer des cibles de rendement de type ESG dans les clauses restrictives des obligations, ce qui signifierait que si une entreprise n'atteint pas une cible donnée, elle pourrait contrevenir aux clauses restrictives.

Deuxièmement, sur le marché des titres d'emprunt, les entreprises peuvent émettre des obligations pour financer directement certains projets ESG. Pensons d'abord aux obligations vertes, émises pour financer des projets de production d'énergie renouvelable ou des bâtiments verts. La première obligation verte [au monde] a été émise en 2013 par Électricité de France et, depuis, le marché mondial a connu une croissance exponentielle. Près de 1,6 billion de dollars américains en titres d'emprunt liés à des facteurs ESG sont actuellement en circulation.

Je crois que la mobilisation se fait des deux côtés, du côté de la demande et du côté de l'offre. Du côté de la demande, il y a une prolifération de fonds axés sur des facteurs ESG, tant passifs qu'actifs. Ces fonds continuent d'attirer des entrées de trésorerie importantes. Ensuite, du côté de l'offre, les sociétés se décarbonisent et un bon nombre d'entre elles se sont engagées à atteindre la carboneutralité [émissions nettes de gaz à effet de serre nulles] d'ici 2050. Donc, pour que ces sociétés atteignent leurs objectifs en matière d'émissions, des investissements considérables seront nécessaires pour faciliter cette transition et une bonne part des fonds viendra des marchés obligataires.

LW : Eh bien, il y a vraiment une évolution sur le marché des obligations, et nous le voyons dans les obligations qui sont émises pour financer des projets liés à des facteurs ESG. Je crois que la plupart d'entre nous connaissent bien les obligations vertes, mais le marché va maintenant bien au-delà de ça. Pouvez-vous nous en dire plus sur les autres types d'émissions et nous expliquer en quoi elles sont différentes les unes des autres?

SM : Les obligations vertes ont été le premier produit de financement durable, comme je l'ai mentionné plus tôt. Le produit des obligations vertes est traditionnellement consacré aux énergies renouvelables, à l'efficacité énergétique, au transport propre, à la gestion de l'eau et des déchets, aux bâtiments verts et aux autres technologies d'adaptation aux changements

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

climatiques. Mais les facteurs ESG ne sont pas tous des facteurs environnementaux. Nous avons donc vu apparaître récemment des obligations sociales.

Il s'agit d'obligations dont le produit sert à financer des projets sociaux, comme des logements à coût abordable, l'accès à des services de base [etc.]. La CIBC a émis la première obligation sociale au Canada en septembre 2018. Le produit des obligations appelées « Women in Leadership », d'un montant d'un milliard de dollars, est venu soutenir les prêts que la banque consent à des sociétés dont la haute direction ou le conseil d'administration compte au moins 30 % de femmes, ou qui ont signé l'Accord Catalyst 2022, un mouvement qui vise à accélérer l'avancement des femmes dans le monde des affaires.

Il s'agit là d'un exemple de l'aspect social, et maintenant nous nous dirigeons vers le concept d'obligations et de prêts liés à la durabilité. Ceux-ci incitent les émetteurs et les emprunteurs à établir et à atteindre des cibles prédéterminées de rendement en matière de durabilité. C'est une structure unique parce que la valeur du coupon de l'obligation peut augmenter ou diminuer en fonction de la performance ESG de l'émetteur et de l'atteinte de cibles prévues dans les clauses restrictives de ces obligations. Par exemple, les émetteurs qui atteignent leurs cibles bénéficieront d'un taux d'intérêt plus bas, alors que ceux qui ne les atteignent pas devront payer un taux d'intérêt plus élevé.

Aucune obligation liée à la durabilité n'a encore été émise au Canada. Mais la première étape a été franchie avec les prêts. Par exemple, en avril 2021, Gibson Energy [Inc.] a entièrement converti sa facilité de crédit renouvelable syndiquée de 750 millions de dollars et l'a assortie de conditions qui réduisent ou augmentent les coûts d'emprunt de la société selon qu'elle atteint ou non ses cibles ESG. Ces cibles comprennent la réduction de l'intensité des émissions de GES de niveau 1 et de niveau 2, une augmentation de la proportion des femmes au sein de l'effectif, et une augmentation des employés issus des minorités raciales ou ethniques. L'entreprise a aussi d'autres cibles, dont l'augmentation de la proportion des femmes au sein du conseil d'administration et le fait d'avoir au moins un membre du conseil d'administration qui s'identifie comme issu d'une minorité raciale ou ethnique ou comme autochtone d'ici 2025.

LW : Il s'agit d'un marché en croissance – et tout en couleurs! Il semble par contre que les couleurs ne s'appliquent pas seulement aux obligations elles-mêmes. On a pu constater sur le marché que certaines sociétés brunes émettaient des obligations vertes, contre lesquelles les investisseurs se sont rebiffés [note de la rédaction : il n'y a pas de définition officielle de ce que sont les sociétés « brunes » mais, dans ses recherches, MSCI les définit comme étant des sociétés qui tirent au moins 50 % de leur chiffre d'affaires de l'extraction de charbon thermique, de la production d'électricité à partir de combustibles fossiles et/ou de l'extraction et de la production de pétrole et de gaz classiques et non classiques]. Pouvez-vous nous en parler et peut-être nous dire que ce vous pensez du risque carbone en général? Selon vous, qu'est-ce qui devra être fait pour que nous atteignons les cibles de l'Accord de Paris sur le réchauffement climatique?

SM : Le marché obligataire se trouve devant un dilemme intéressant. Si vous avez une obligation émise par une société qui n'est pas verte, comme une minière, mais que le produit du projet ou de l'obligation servira à réduire les émissions de GES, est-ce qu'il s'agit bel et bien d'une obligation verte? Je crois que c'est là que le marché commence à parler d'écoblanchiment, et à se demander si une société qui n'est pas verte peut vraiment émettre des obligations vertes [note

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

de la rédaction : Selon Oxford Languages, l'écoblanchiment consiste, pour une organisation, à faire de la désinformation afin de présenter une image publique écovertueuse]. Selon moi, cela ouvre la voie au nouveau véhicule que l'on a appelé « obligation de transition ». Je pense que ce type d'obligation sera très important pour le Canada et que nous pourrions en être un chef de file à l'avenir.

Afin de se conformer aux objectifs de l'Accord de Paris sur le réchauffement climatique, les sociétés non vertes auront besoin d'un financement considérable pour atteindre leurs cibles de réduction des GES. Il s'agit de sociétés qui ont déjà amorcé un virage en s'engageant à être carboneutres à compter de 2050. Quand on y pense, nous alimentons actuellement de 20 à 30 % de nos réseaux à partir d'énergie renouvelable. Nous voulons que cette proportion atteigne 70 à 100 %.

Pensons à tous les nouveaux projets qui devront être financés pour nous emmener dans cette direction. On imagine un avenir où nous allons tous conduire des véhicules électriques, ce qui nécessitera des infrastructures. Pour y arriver, nous allons passer de carburants dits polluants, comme le charbon et le diesel, à d'autres sources d'énergie. Pensons à la transformation complète du réseau de transport qu'il faudra mettre en œuvre pour y parvenir. Nous convertissons des bâtiments afin qu'ils soient plus verts, sans parler de l'hydrogène, qui pourrait complètement remplacer le pétrole brut dans l'avenir et changer la façon dont nous utilisons, consommons et produisons de l'énergie.

Tous ces projets doivent être financés, pour la plupart par des sociétés brunes qui se convertiront à des projets verts pour atteindre [les cibles de] l'Accord de Paris. C'est ici qu'arrivent les obligations de transition, une solution permettant aux sociétés carbo-intensives de lever des capitaux qu'elles injecteront dans des activités les aidant à réduire leur empreinte carbone. Par exemple, une société de production d'électricité peut émettre une obligation de transition pour financer ses projets de conversion de ses centrales au charbon en centrales au gaz naturel.

LW : Il sera intéressant de voir l'évolution du marché et les obligations de transition semblent clairement répondre à un besoin. Explorons maintenant la façon dont tout cela va se concrétiser. Quelle place occupent actuellement les obligations vertes ou liées à la durabilité dans vos portefeuilles?

SM : Nous détenons ou avons détenu par le passé des obligations vertes de sociétés productrices d'énergie renouvelable, comme Ontario Power Generation [Inc.], Algonquin Power and Brookfield Renewable [Partners L.P.]. Nous avons fait l'acquisition d'obligations vertes émises par les provinces, comme celles des gouvernements du Québec et de l'Ontario, ou par certaines municipalités, comme celles de Toronto. Nous avons aussi fait l'acquisition d'obligations sociales émises par les banques canadiennes.

Nous avons acheté notre première obligation liée à la durabilité pour notre portefeuille de titres à revenu fixe en mars 2021. C'est une obligation américaine, puisque le Canada n'a pas encore émis d'obligation liée à la durabilité comme je l'ai mentionné plus tôt. Nous avons acheté la première obligation de 10 ans du producteur de volailles américain Pilgrim's Pride [Corporation], directement liée à l'objectif de performance en matière de durabilité de la société, c'est-à-dire une réduction de 30 % de l'intensité des émissions de GES de niveau 1 et 2. Il n'y a pas encore d'obligations canadiennes liées à la durabilité, mais nous avons bon espoir d'en voir apparaître car BCE [Inc.] vient de lancer un cadre pour les obligations liées à la durabilité et elle a prévu des réunions la semaine prochaine avec les investisseurs.

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

LW : Il est intéressant de savoir que nos fonds investissent dans certains instruments alternatifs, et les possibilités semblent effectivement nombreuses. Mais comment cela s'articule-t-il à l'intérieur de votre processus d'investissement? Comment intégrez-vous ces obligations par rapport à vos obligations classiques, et alors que votre analyse fondamentale et vos mesures de la valeur relative diffèrent?

SM : C'est une très bonne question. Chez Beutel Goodman, nous sommes des investisseurs axés sur la valeur, et non sur « les » valeurs. Nous n'achetons pas de titres simplement parce qu'ils portent une étiquette verte ou qu'ils s'inscrivent dans le spectre du financement durable.

D'abord, ils doivent franchir toutes les étapes du processus au même titre que n'importe quelle obligation de société chez Beutel Goodman. Un contrôle diligent approfondi de l'émetteur doit être effectué par l'analyste de crédit pertinent, et l'émetteur doit être approuvé par l'équipe pour figurer sur notre liste de sociétés approuvées.

Deuxièmement, s'il s'agit d'une obligation liée à la durabilité ou de type ESG, nous effectuons un contrôle diligent de l'utilisation du produit en fonction du cadre d'émission de l'obligation. Cela permet d'éviter les cas d'écoblanchiment. Nous achetons des obligations de financement durable qui sont émises selon un cadre respectant les recommandations de l'International Capital Market Association (ICMA). Cela signifie qu'il y a un processus d'examen continu, la communication d'informations en continu et la vérification de l'utilisation des fonds. Parfois, ces obligations sont assorties d'une opinion externe indiquant que l'utilisation du produit a été vérifiée par des fournisseurs de données ESG, comme MSCI et Sustainalytics.

Enfin, et c'est probablement ce qui est le plus important, la proposition de valeur relative doit être bien présente. Nous examinons l'obligation et si elle se négocie à un cours intéressant et que nous voyons une possibilité de rétrécissement des écarts, nous l'achetons. Si ces conditions ne sont pas réunies, quelle que soit la couleur de l'obligation, nous ne l'achetons pas.

LW : Merci, Sue. J'aimerais vous entendre sur un autre sujet. Plus tôt, vous avez parlé des obligations sociales et lorsque je discute avec des clients et des conseillers, c'est souvent à ce sujet qu'ils me posent des questions – le S dans ESG. Comment discutons-nous de ces questions avec les entreprises, pouvez-vous nous donner des exemples?

SM : Les discussions sur le S peuvent porter sur de nombreux sujets différents, comme la sécurité, les relations avec les Premières Nations, la diversité, l'inclusion, la cybersécurité [etc.] Par exemple, il y a quelques années, Husky Energy [Inc.] a connu quelques incidents de sécurité très médiatisés. Dans l'un de ces incidents, elle a même enfreint ses propres protocoles de sécurité internes. Nous avons donc eu quelques réunions avec les dirigeants, au cours desquelles ils ont exploré les leçons tirées de ces incidents, et les types de nouvelles activités et procédures qu'ils allaient mettre en place afin d'éviter que de tels incidents se reproduisent.

Un autre exemple serait celui de TC Énergie. Nous avons eu plusieurs conversations avec les dirigeants ces dernières années sur l'implication et l'engagement des Premières Nations, particulièrement en ce qui concerne l'opposition au pipeline Coastal GasLink. En fait, nous avons discuté de cybersécurité avec eux tout juste cette semaine. C'est un sujet d'actualité compte tenu de la cyberattaque dont Colonial Pipeline a été victime. Comment empêcher l'installation de logiciels malveillants qui peuvent paralyser un réseau de pipelines vital?

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

LW : Sur ce point, avec un peu de recul et lorsqu'on regarde la situation sur le plan international, comment trouvez-vous que le Canada s'en tire?

SM : Eh bien, je dirais en ce moment que l'Europe a une bonne longueur d'avance sur l'Amérique du Nord en ce qui a trait aux facteurs ESG. En fait, cela ne repose pas uniquement sur l'accueil que réservent les investisseurs aux facteurs ESG et la façon dont les gestionnaires d'actifs y réagissent, mais aussi sur la réglementation. Une taxonomie européenne commune a été mise en place pour encadrer les activités économiques qui peuvent être désignées « durables ». La taxonomie exige aussi des grandes entreprises qu'elles communiquent des informations plus détaillées sur les facteurs ESG.

En tant qu'investisseurs ESG, c'est vraiment une des choses qui nous posent problème. Les entreprises ne présentent pas toutes des indicateurs de type ESG. Elles ne le font pas toutes selon le même type de cadre. Nous avons véritablement besoin de ce type d'instrument collectif pour présenter des indicateurs ESG qui seront comparables d'un pays et d'une entreprise à l'autre.

Je dirais que le Canada a sans doute adopté l'intégration des facteurs ESG un peu plus tôt que les États-Unis, mais que les États-Unis le rattrapent très rapidement. Comme je l'ai dit plus tôt, des obligations durables ont été émises aux États-Unis, mais pas encore ici. Les deux pays travaillent sur le plan de la réglementation. Le Canada a un programme de taxe sur le carbone, et les États-Unis ont le plan vert de Joe Biden. Je crois que c'est peut-être là que les États-Unis pourraient nous devancer. La Securities Exchange Commission (SEC) des États-Unis pourrait imposer des obligations d'information concernant les facteurs ESG. Je crois qu'au Canada, les organismes de réglementation des valeurs mobilières doivent se pencher sur cette question pour que nous n'accusions pas de retard.

Cela nous ramène à la notion de transition. Avec ses activités reposant lourdement sur les ressources naturelles, le Canada doit jouer un rôle de premier plan dans les obligations de transition. Si on prend un exemple réel, c'est la raison pour laquelle Brookfield Asset Management [Inc.] prévoit de lever au moins 7,5 milliards de dollars pour un nouveau fonds de transition mondial sous les auspices de [l'ancien gouverneur de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre] Mark Carney. Ce fonds ne sera pas seulement axé sur les énergies renouvelables et autres investissements verts. Il va réellement faciliter la transition du brun au vert dont j'ai parlé plus tôt. Et c'est pour cette raison que Mark Carney est revenu au Canada, pour diriger ce type de transition dans son pays d'origine.

LW : Merci, Sue. C'est un sujet fort intéressant et qui je crois continue de se développer. Je conviens que le Canada doit continuer d'aller de l'avant et qu'il doit veiller à rester à l'avant-garde ou, à tout le moins, suivre le rythme des États-Unis. Nous pourrions probablement en parler pendant des heures, mais c'est malheureusement tout le temps que nous avons. Merci, Sue, de nous avoir livré vos réflexions aujourd'hui.

SM : Merci. Comme vous le savez, c'est un sujet qui me passionne et je pourrais en parler pendant des heures, mais merci de m'avoir accordé ce temps.

LW : Merci, Sue. Chers auditeurs et auditrices, je vous invite à communiquer avec votre directeur des relations d'affaires pour nous transmettre vos commentaires ou pour poser vos questions. Encore une fois merci, et bonne journée.

LES CONVERSATIONS DE BEUTEL GOODMAN

© Beutel, Goodman & Company Ltée, 2021. Le présent commentaire enregistré ne peut pas être vendu ou modifié sans le consentement écrit préalable de Beutel, Goodman & Company Ltée. Ces enregistrements représentent les points de vue de Beutel, Goodman & Company Ltée à la date indiquée.

Le présent enregistrement n'a pas pour objet de proposer des conseils juridiques, financiers, comptables, fiscaux, de placement ou autres et ne doit pas être utilisé à ce titre.

Certaines parties du présent commentaire peuvent contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs sont des énoncés de nature prédictive, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou y font référence ou qui renferment des termes comme « s'attend », « prévoit », « a l'intention », « projette », « croit », « estime » et d'autres expressions prospectives semblables. En outre, toute déclaration effectuée au sujet de la performance future, des stratégies ou des perspectives ainsi que d'éventuelles mesures futures constitue également un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs sont fondés sur les attentes et les prévisions actuelles concernant les événements futurs et sont assujettis intrinsèquement, entre autres, à des risques, à des incertitudes et à des hypothèses, de sorte que les événements, les résultats, le rendement ou les perspectives réels pourraient démentir ceux qui sont exprimés ou implicites dans ces énoncés prospectifs ou en différer sensiblement.

Ces risques, incertitudes et hypothèses concernent notamment les facteurs généraux relatifs à l'économie, à la situation politique et au marché, les taux d'intérêt et les taux de change à l'échelle nationale et internationale, les marchés des actions et des capitaux, la concurrence des entreprises, les changements technologiques, les changements dans la réglementation gouvernementale, les procédures judiciaires ou réglementaires imprévues et les événements catastrophiques. Cette liste de facteurs importants n'est pas exhaustive. Veuillez examiner attentivement ces facteurs et d'autres avant de prendre des décisions de placement et ne pas vous fier indûment aux énoncés prospectifs. Beutel Goodman n'a pas l'intention expresse de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou d'autres éléments.