



Intégration ESG aux titres de créance de sociétés

L'analyse des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) représente une importante source de risque et opportunités pour les investisseurs. L'évaluation du risque ESG devrait être considérée comme une étape essentielle de la recherche, au même titre que l'analyse de crédit conventionnelle. L'aperçu ci-après souligne l'importance de ce travail et décrit notre approche visant à intégrer l'analyse du risque ESG dans la recherche, la prise de décisions et la surveillance relativement aux titres de créance de sociétés de catégorie investissement.

L'équipe Titres de créance de sociétés PH&N applique une approche systématique pour intégrer l'analyse du risque ESG à notre processus décisionnel. La prise en compte des facteurs ESG dans le positionnement du portefeuille peut varier en fonction des approches de placement.



L'intégration ESG est le processus consistant à incorporer l'analyse de risque ESG aux décisions de placement. L'évaluation des facteurs ESG matériels est essentielle pour s'assurer de l'exhaustivité de la recherche au sujet d'un émetteur ou d'une société. Notre équipe estime que les facteurs ESG peuvent être tout aussi importants que les mesures conventionnelles sur la santé d'une société. Les risques doivent être examinés de façon globale en allant au-delà des états financiers des sociétés, afin de prendre en compte toutes les sources de risque.



Les stratégies de présélection et d'exclusion en fonction de facteurs ESG consistent à appliquer des filtres positifs ou négatifs afin d'inclure des sociétés dans l'univers de placement ou de les en exclure. Il s'agit de restrictions propres à chaque mandat, qui peuvent inclure des limitations spécifiques à des secteurs comme celui du pétrole et du gaz, ou exiger que tous les placements répondent à des critères de sélection positive.



Les portefeuilles thématiques visent généralement à restreindre l'univers de placement de façon à intégrer les émetteurs qui sont en accord avec un ou plusieurs thèmes liés aux facteurs ESG. Par exemple, un mandat de placement peut limiter l'investissement aux placements qui soutiennent la transition vers les énergies propres ou certaines initiatives sociales comme le logement.

Dans ce document, nous partageons nos points de vue sur la pertinence des facteurs ESG pour les investisseurs en titres à revenu fixe, notre philosophie et notre processus visant à intégrer l'analyse du risque ESG, ainsi qu'une explication étape par étape de la façon dont nous mettons cette approche en pratique. En tant que gestionnaires actifs, notre responsabilité fiduciaire envers nos clients consiste à maximiser les rendements des placements sans risque de perte injustifié. Nous croyons que nous pouvons améliorer le rendement à long terme ajusté au risque en agissant comme un investisseur actif, engagé et responsable à l'égard des portefeuilles de nos clients.

L'ESG dans le contexte des titres à revenu fixe

L'analyse ESG est l'étude des pratiques ESG d'une organisation, dans l'idée que ces pratiques peuvent avoir un impact sur le rendement financier ou opérationnel de la société. La mesure dans laquelle les risques ESG sont importants pour un titre donné dépend de l'entité émettrice, du secteur dans lequel elle exerce ses activités et de la nature du portefeuille pour lequel le titre est acheté. L'objectif est d'atténuer les risques à la baisse et d'accroître le potentiel de rendement ajusté au risque à long terme.

En tant qu'investisseurs en titres à revenu fixe, notre principale préoccupation à l'égard des risques ESG est de savoir s'ils peuvent avoir un impact sur la capacité d'une société à rembourser sa dette. Les émetteurs dont les expositions au risque ESG sont élevées et non atténuées pourraient être confrontés à une détérioration de leur qualité de crédit, ce qui pourrait avoir un impact sur les rendements du portefeuille. En fin de compte, l'angle sous lequel nous abordons et évaluons les facteurs ESG est celui de l'atténuation du risque de crédit.













L'importance relative des risques ESG associés à un émetteur peut dépendre de caractéristiques propres à la société ou au secteur d'activité, ou d'autres facteurs. Toutefois, les risques liés à la gouvernance jouent souvent un rôle essentiel, quel que soit le secteur d'activité de la société. Pour les sociétés émettrices, la direction devra évaluer l'impact de ses actions sur toutes les parties prenantes. De façon générale, une équipe de direction qui prend des décisions peu judicieuses en matière de politique financière, de traitement des fournisseurs de capitaux ou de structure d'entreprise peut affecter la capacité d'un émetteur à maintenir sa qualité de crédit. Inversement, les sociétés qui disposent d'une solide

gouvernance peuvent tirer profit d'une gamme d'avantages concurrentiels potentiels, y compris une réduction des coûts en capital, des gains de productivité et de nouvelles opportunités d'affaires.

Les décisions de gouvernance prises dans le meilleur intérêt de la société peuvent avoir des répercussions négatives pour certains groupes tout en étant bénéfiques pour d'autres. Les actions habituellement financées au moyen de la dette, comme les rachats d'actions ou les opérations d'acquisition par emprunt (entre autres), peuvent être considérées comme négatives pour la qualité de crédit du point de vue des porteurs d'obligations. L'endettement supplémentaire peut avoir un impact sur la capacité de l'émetteur à rembourser sa dette existante ou à refinancer ses obligations à l'avenir. En même temps, les actionnaires peuvent accueillir favorablement ces mêmes actions et voter en leur faveur, en particulier si elles améliorent le rendement du prix des actions. L'évaluation de la gouvernance d'entreprise est ouverte à l'interprétation, selon la position de l'investisseur dans la structure de capital.

L'augmentation de l'endettement peut ainsi être justifiée si la direction tente d'améliorer les activités et la compétitivité de la société, et si elle fournit des indications claires sur la façon dont le bilan sera pris en compte. Dans l'ensemble, l'équipe privilégie les activités qui répondent à un objectif stratégique. Nous croyons qu'une gouvernance prudente, transparente et qui ne désavantage pas les détenteurs d'obligations est essentielle à la viabilité à long terme d'une société, et c'est une caractéristique essentielle que l'équipe exige des émetteurs dans lesquels elle investit.

Le tableau ci-dessous présente quelques exemples de caractéristiques qui signalent habituellement de bonnes pratiques de gouvernance aux investisseurs en titres à revenu fixe, et certains signaux d'alerte potentiels qui peuvent inciter à faire preuve de prudence.

 Les investisseurs en titres à revenu fixe aiment voir	 Dangers potentiels pour les investisseurs en titres à revenu fixe
 Bilan prudent	 Les dividendes croissent plus rapidement que les bénéfices
 Transparence de la direction à l'égard des priorités d'affaires	 Programmes de rachat d'actions
 Engagement public en faveur de paramètres d'endettement et d'une cote de crédit spécifiques	 Augmentation de l'endettement pour soutenir les programmes de rémunération des actionnaires
 Utilisation du produit de l'émission de la dette pour améliorer le profil de la société	 Rémunération des dirigeants liée au rendement de l'action
 Échanges actifs avec les investisseurs	 Dépendance à l'égard des activités de fusion et d'acquisition

Approche en matière d'analyse des titres de sociétés

L'analyse ESG ne doit pas être considérée comme une démarche isolée

L'équipe Titres de créance de sociétés PH&N analyse les risques ESG matériels pour s'assurer de l'exhaustivité de la recherche au sujet d'un émetteur ou d'une société. Cette recherche comprend naturellement les facteurs ESG dès lors que ces derniers reflètent la qualité et la proposition de valeur d'un placement. La même approche s'applique aux obligations de type ESG. Pour obtenir plus de détails sur les émissions d'obligations de type ESG, veuillez vous reporter au document Introduction aux obligations de type ESG publié par notre équipe.

Avant d'analyser un crédit, nous effectuons des recherches et des analyses à l'échelle sectorielle, ce qui comprend une évaluation des risques, des thèmes et des tendances ESG les plus importants pour le secteur en question. Nous effectuons ensuite une analyse fondamentale approfondie et une analyse ESG au regard de l'émetteur, en recueillant des renseignements de sources multiples, parmi lesquelles les publications de la société, la direction, les agences de notation ainsi que les recherches externes. Notre principal objectif est de comprendre l'impact de tous les risques importants sur la durabilité globale et la qualité de crédit de

la société. Cette analyse constitue la base d'un rapport de crédit et d'une cote ESG interne, lesquels sont utilisés pour éclairer la sélection des titres et les décisions de gestion de portefeuille. Les risques, y compris les risques ESG, sont ensuite surveillés tout au long de la durée du placement.

L'objectif de ce travail n'est pas de repérer toutes les pratiques commerciales en rapport avec l'ESG, mais plutôt de nous concentrer sur celles qui pourraient poser un risque important pour la qualité de crédit. Les émetteurs font face à une multitude de risques et opportunités liés à l'ESG. Cependant, tous n'ont pas une influence importante sur le rendement opérationnel ou financier d'une société. Nous orientons notre évaluation en fonction de l'importance de chaque risque, que ce risque soit lié ou non à l'ESG. Par conséquent, pour former notre opinion, nous ne pondérons pas de façon arbitraire les risques individuels par défaut. Nous cherchons plutôt à acquérir une compréhension approfondie de chaque entité, afin de déterminer les principaux risques non atténués associés à un crédit.

Le diagramme ci-dessous illustre certains des facteurs ESG que nous pouvons prendre en compte lors de notre processus de contrôle diligent.



Conformément au principal objectif de notre approche globale à l'égard des placements en titres à revenu fixe et à notre responsabilité fiduciaire – ajouter de la valeur tout en limitant les risques – l'analyse des facteurs ESG et des autres risques répond à deux objectifs essentiels :

1. Le premier objectif est de repérer les risques importants et pertinents afin de déterminer si et dans quelle mesure ils peuvent compromettre la viabilité d'une société. Par exemple, il serait imprudent d'analyser un émetteur du secteur pétrolier et gazier sans prendre en compte son impact environnemental, sans examiner ses plans pour faire face à la transition énergétique et sans évaluer le risque d'actifs délaissés. Une analyse de ces mêmes risques n'est pas pertinente au regard d'une société de télécommunications, car cette dernière doit faire face à d'autres enjeux ESG qui lui sont propres. En résumé, puisqu'il n'y a pas de facteurs ESG généraux s'appliquant à tous les secteurs et environnements, l'approche de

l'équipe en matière d'intégration ESG dépend du cadre opérationnel et de la nature des activités spécifiques à un émetteur.

2. Le deuxième objectif est de s'assurer que nos clients sont adéquatement rémunérés en contrepartie de leur exposition à ces risques. À moins d'une interdiction imposée par une restriction du mandat de placement, la simple présence d'un risque ESG ne nous empêche pas d'investir dans certains émetteurs ou secteurs tant que la compensation de ce risque est jugée adéquate.

L'équipe a une vision globale du risque de crédit. De ce fait, nous pouvons investir dans une obligation si nous estimons que le risque ESG est adéquatement atténué et que la compensation pour le risque additionnel est suffisante. L'exemple ci-dessous sur Fair Hydro Trust illustre une combinaison d'attributs ESG matériels et les cas où nous pourrions investir dans un titre de créance qui présente des risques ESG.

Étude de dossier : Fair Hydro Trust (Cote interne : AAA) | Cote ESG interne : 0)

En mars 2017, la Province de l'Ontario a annoncé qu'elle envisagerait de réduire de 25 % les frais d'électricité moyens, ce qui a mené à l'adoption de la Loi de 2017 sur le Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables. La Loi a permis une nouvelle répartition de certains des coûts d'infrastructure d'électricité sur une période de 30 ans selon le montant de répartition équitable, ce qui s'est traduit par une réduction immédiate des taux aux consommateurs. La société Fair Hydro Trust (FHT) a été créée pour faciliter le financement et l'exécution du Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables. L'émetteur appartenait en totalité à Ontario Power Generation qui à son tour appartient en totalité à la Province de l'Ontario.

La structure du plan était unique en son genre. Les clients bénéficieraient d'une réduction de 25 % de leurs frais d'électricité, des économies qui s'élèveraient à environ 20 milliards¹ de dollars au fil du temps. Ce montant, appelé « ajustement pour l'énergie propre », plus le coût des frais du programme, serait perçu sur une période allant de 2021 à 2047. Les obligations ont été assorties de nombreuses mesures de protection, notamment une disposition prévoyant un accord de protection. En vertu de cette disposition, la Province de l'Ontario serait tenue d'effectuer des paiements à l'égard de toutes les obligations en cas d'événement de protection – par exemple, une modification législative ayant un effet négatif. Cela a fait de Fair Hydro Trust un crédit quasiprovincial qui a été appliqué à l'échelle des sociétés.

Il est intéressant de noter qu'il y avait des éléments distincts à considérer en matière de facteurs ESG. La société Fair Hydro Trust a été créée aux seules fins de financer et d'exécuter la décision du gouvernement provincial de prendre le virage vers des sources d'énergie plus propres. Elle a aussi eu l'avantage, sur le plan social, d'alléger le fardeau des contribuables actuels. Cependant, la structure a eu un effet intergénérationnel. Les coûts liés à l'ajustement pour l'énergie propre de même que les coûts du programme seraient imputés plus tard aux futurs contribuables. À notre avis, cela accroît le risque d'iniquité intergénérationnelle. Par exemple, le Bureau de la responsabilité financière a estimé que le coût net pour les Ontariens pourrait être de 21 milliards de dollars ou plus.²

Résultat :

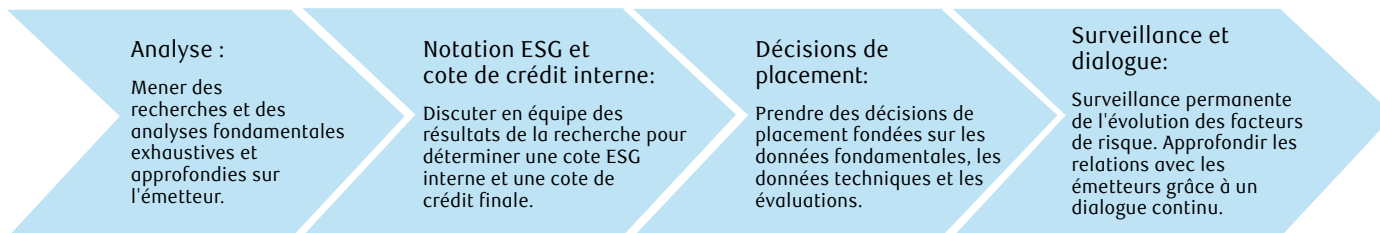
Selon notre expérience, l'importance relative est un critère important pour déterminer les répercussions potentielles des risques liés aux facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance sur un crédit. L'importance relative d'un risque ESG varie d'un secteur à l'autre et d'un émetteur à l'autre. Par exemple, les préoccupations d'ordre social peuvent être plus fréquentes pour certaines entités. Dans de tels cas, nous cherchons de solides mesures d'atténuation qui pourraient réduire les risques liés au facteur social pour les détenteurs d'obligations. Dans le cas présent, nous étions conscients des possibles considérations sur le plan social et du sentiment négatif du public associés au crédit. Toutefois, il y avait suffisamment de protections structurelles en place pour assurer une protection en cas de mesures législatives défavorables. Selon nous, la structure de la société Fair Hydro Trust était assortie d'un solide ensemble d'engagements et d'un profil risque-rendement attrayant, compte tenu de la nature quasi gouvernementale du crédit. Par conséquent, nous avons participé à la nouvelle émission de février 2018 de FRHYDR 3,357 % 2033.

¹ Fair Hydro Trust, présentation aux investisseurs, 22 janvier 2018.

² Analyse des retombées financières du Plan ontarien pour des frais d'électricité équitables, Bureau de la responsabilité financière de l'Ontario, printemps 2017 (www.fao-on.org)

Processus de placement rigoureux

Notre processus d'analyse de crédit comprend habituellement des phases consacrées à la recherche, des discussions d'équipe menant aux décisions de placement, ainsi qu'un travail constant de surveillance et de dialogue. Le graphique ci-dessous illustre notre processus d'examen de l'émetteur étape par étape.



Analyse

Nous commençons par examiner l'environnement opérationnel de la société et la collecte de renseignements généraux sur son modèle d'affaires, notamment les caractéristiques du secteur, les tendances historiques, le caractère compétitif et le cadre réglementaire. Les thèmes pertinents relatifs à l'ESG forment une composante importante de cette recherche. L'objectif consiste à repérer les principaux risques et enjeux susceptibles d'avoir des conséquences marquées sur le crédit de la société et de son secteur d'activité. Nous cherchons à cerner ces risques au moyen de diverses techniques, notamment :

- déterminer les forces et les faiblesses opérationnelles de l'organisation et de ses unités ;
- analyser les états financiers ;
- déterminer et évaluer les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance importants ;
- évaluer les antécédents de gestion des parties prenantes ;
- évaluer la structure organisationnelle ;
- évaluer les caractéristiques des instruments de créance, y compris les clauses restrictives ;
- soumettre les principales hypothèses à une simulation de crise, au besoin ; et
- évaluer le risque lié à la cote de crédit.

La liste ci-dessus n'est pas exhaustive. Par exemple, des recherches supplémentaires peuvent être nécessaires dans le cadre d'un financement de projet ou d'un crédit structuré.

Nous évaluons les risques ESG matériels tout au long de notre travail. Nous mettons l'accent sur la façon dont les facteurs ESG peuvent influencer le rendement opérationnel de la société, ses flux de trésorerie futurs, et sa capacité à accéder aux marchés des capitaux ou autres sources de financement. Afin de compléter notre analyse interne et d'approfondir notre point de vue, nous intégrons souvent les recherches, classements et publications ESG provenant de tiers comme MSCI ou Sustainalytics. Le dialogue avec la direction constitue également une composante centrale du processus.

L'étape finale de notre analyse consiste à compiler toutes les recherches dans un rapport de crédit personnalisé, axé sur les domaines propres à chaque secteur et émetteur. Les enjeux ESG peuvent avoir un impact sur différents aspects de

l'activité, et à plusieurs niveaux. Par conséquent, bien que nos rapports contiennent une partie consacrée à un résumé de l'évaluation ESG, nous discutons aussi des risques ESG dans l'ensemble du rapport dès lors que le thème est pertinent et s'intègre naturellement. Seuls les risques susceptibles d'avoir un impact important sur les données fondamentales des placements ou sur la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette influenceront sur la cote ESG définitive interne établie par l'équipe, sur la cote de crédit interne et sur la décision de placement.

Notation ESG et cote de crédit interne

Une fois que tous les risques ont été analysés et résumés, nous nous réunissons pour discuter des cotes de crédit et des cotes ESG internes recommandées. Cette réunion est tenue chaque semaine, et plus fréquemment au besoin.

Au cours de ces rencontres, les membres de l'équipe débattent du contenu du rapport de crédit et attirent l'attention des uns et des autres sur les risques et les facteurs d'atténuation qui ont été négligés. Au terme d'échanges d'idées et de discussions approfondies sur les résultats de la recherche, ils s'entendent sur une cote de crédit et une cote ESG interne.

La cote ESG interne de l'émetteur est attribuée conformément au cadre de notation ESG de notre équipe. Dans le cadre de notre analyse ESG, nous tenons compte de données et de preuves présentées par des fournisseurs tiers. Toutefois, ces données peuvent être limitées, non pertinentes ou non exhaustives. De plus, nous estimons que notre accès direct à la direction, quand c'est possible, permet une communication plus efficace et plus transparente au sujet des cibles et des engagements ESG. La décision finale en matière de cote interne est indépendante et demeure du ressort de l'équipe. En particulier, nous avons modifié notre processus ESG pour établir des cotes ESG internes sur une échelle de -1 à +3. Pour un aperçu de notre cadre de notation ESG concernant les sociétés émettrices, veuillez consulter l'annexe I.

L'étude de dossier ci-dessous relative au groupe Électricité de France illustre notre processus d'analyse, de cote ESG et de cote de crédit interne, et montre dans quelle mesure les risques ESG matériels entrent en jeu dans notre évaluation de crédit finale au regard d'un émetteur.

Étude de dossier : groupe Électricité de France (EDF) (Cote interne : BB+ | Cote ESG interne : -1)

EDF est l'une des plus grandes entreprises électriques européennes intégrées verticalement, fournissant des services de production, de distribution et d'approvisionnement à des clients du monde entier. EDF est un chef de file de l'électricité en France. En plus d'être avantagée par sa diversification géographique et son envergure, la société bénéficie de la réglementation d'une partie de son activité qui lui procure des flux de trésorerie stables. La majeure partie de la capacité installée d'EDF est liée à des sources d'énergie propre dont le nucléaire, l'hydroélectricité et autres énergies renouvelables. Le nucléaire étant désormais inclus dans la taxonomie de l'UE en tant que source d'énergie à faibles émissions de carbone, EDF est en position d'aider la France à atteindre son objectif de zéro émission nette avant 2050.

En juillet 2022, le gouvernement français a annoncé son intention de procéder à une offre publique d'achat sur toutes les actions d'EDF en circulation, c'est-à-dire de nationaliser totalement la société. L'opération a été conclue en mai 2023.³ EDF est considérée comme essentielle à la France, et la société est structurellement liée à la politique énergétique du pays.

Notre analyse a porté sur les risques ESG ainsi que sur les aspects plus conventionnels de l'analyse crédit, notamment les antécédents d'exploitation, la production de flux de trésorerie disponible, les dépenses en immobilisations, la liquidité, le recours à la dette et la solidité des clauses restrictives relatives à l'endettement. Nous avons estimé que les risques ci-dessous étaient importants pour la rentabilité et le rendement opérationnel d'EDF à long terme :

1. Préoccupations entourant la gouvernance dans le contexte de la nationalisation totale

En 2022, le gouvernement français a cherché à subventionner les factures des clients en plafonnant les prix réglementés de l'énergie et en forçant EDF à vendre plus d'électricité à ses concurrents à un prix largement inférieur aux tarifs du marché.⁴ EDF a fait appel de cette décision auprès du Conseil d'État (juridiction suprême de l'ordre administratif en France) pour obtenir réparation, mais le recours a été rejeté en février 2023.⁵ La capacité du gouvernement français à faire valoir de tels changements soulève d'importantes préoccupations à l'égard de la gouvernance, l'État ayant démontré sa disposition à mettre en œuvre des mesures d'intérêt public au détriment du rendement financier d'EDF.

2. Corrosion sous contrainte détectée sur plusieurs réacteurs nucléaires

Les problèmes de corrosion sous contrainte qui touchent les réacteurs nucléaires constituent un problème grave obligeant EDF à arrêter les réacteurs afin de les réparer et de mener des recherches plus approfondies. Selon l'Autorité de sûreté nucléaire qui supervise la sécurité nucléaire en France, la réparation de ces réacteurs pourrait s'avérer longue et complexe. Et de nouveaux problèmes pourraient survenir dans les autres réacteurs au cours des inspections et entraîner des arrêts supplémentaires. En raison de la gravité potentielle des catastrophes nucléaires et de la contamination radioactive, la sécurité des réacteurs est cruciale, car tout incident aurait un impact significatif sur la population environnante. Bien que nous considérions le nucléaire comme une source d'énergie à faibles émissions de carbone, les risques sociaux et de gouvernance associés à EDF éclipsent les facteurs environnementaux positifs.

3. Impact de l'accès régulé à l'électricité nucléaire historique (ARENH)

Le contrat ARENH, ou accès régulé à l'électricité nucléaire historique, mis en place en 2011 et dont la fin est programmée en décembre 2025, permet à d'autres fournisseurs d'acheter de l'électricité à EDF afin d'approvisionner leurs clients à un tarif réglementé et dans des quantités déterminées. ARENH constitue un désavantage structurel pour EDF, car ce dispositif limite la capacité de la société à investir et revient à subventionner ses concurrents.

4. Risque de construction associé aux projets de centrales électriques

Flamanville 3 est un réacteur pressurisé européen (EPR) situé à Flamanville, en France, et dont la construction a démarré en 2007. Son exploitation devait commencer en 2012, mais le projet a été entaché par une série de dépassements de coûts, de retards dans l'arrivée de composants et de problèmes de sécurité. La mise en service du réacteur a été reportée en 2019, puis en 2022. À la fin de 2022, EDF a modifié l'échéance du projet Flamanville 3 pour la fixer au premier trimestre 2024.⁶ Le Royaume-Uni dispose aussi de deux centrales électriques EPR, les réacteurs Hinkley Point C (HPC) situés en Angleterre et dont la construction a démarré en mars 2017. Ce projet a également subi des retards, notamment à cause de la pandémie de COVID-19, ce qui a entraîné d'importants dépassements de coûts.

La construction d'une centrale nucléaire est complexe et la lenteur des phases de construction affecte la rentabilité de la société, car la génération de flux de trésorerie ne peut pas commencer tant que la centrale n'est pas opérationnelle. EDF envisage de construire au moins 6 (et potentiellement jusqu'à 14) nouveaux EPR d'ici 2050, en commençant les travaux en 2028 et avec une première mise en service en 2035. Ce projet comporte un risque important à moyen et à long terme, compte tenu des difficultés rencontrées par EDF sur le plan de la construction.

³ EDF, Offre publique d'achat simplifiée (www.edf.fr/groupe-edf/)

⁴ Reuters, France Caps Energy Price Increase at 15%, 14 septembre 2022, (www.reuters.com)

⁵ EDF, Décision du Conseil d'État sur le recours relatif à l'annulation de l'attribution de 20 TWh d'électricité supplémentaires pour 2022 au titre de l'ARENH, (www.edf.fr/)

⁶ EDF, comptes consolidés 2022 (www.edf.fr/)

5. Programme de dépenses en immobilisations élevées

Parallèlement au risque de construction qui pèse sur les nouvelles centrales électriques en projet, le programme de dépenses d'investissement d'EDF pour l'entretien et l'amélioration de son réseau de distribution et de sa flotte nucléaire en France devrait entraîner un flux de trésorerie disponible négatif dans les années à venir. EDF pourrait être amenée à puiser dans ses réserves de trésorerie et à rechercher un financement supplémentaire en dehors de son programme de cession des actifs.

Résultat :

Ces risques inhérents ont conduit notre équipe à attribuer une cote interne de BB+ et une cote ESG de -1. Cette cote est plus faible que les cotes BBB et Baa1 de S&P et Moody's au 31 décembre 2023.

Décisions de placement

Une décision de placement au sein d'un portefeuille ne peut être prise sur la seule base des données fondamentales ; ce processus exige que nous prenions en compte les évaluations et les analyses techniques. Nous devons également examiner la valeur relative d'un titre par rapport à d'autres options de placement, que ce soit dans le même secteur ou dans un autre. Après avoir combiné les renseignements issus de toutes nos recherches et analyses, l'étape finale consiste à prendre une décision de placement. Il convient de noter que les mandats impliquant une sélection ou une exclusion en fonction de facteurs ESG, une thématique ou des exigences en matière d'impact seront gérés conformément à des directives spécifiques qui pourraient restreindre l'univers de placement afin de s'harmoniser avec les valeurs et les convictions des clients.

Surveillance

Notre équipe surveille les émetteurs en continu et évalue les risques à mesure qu'ils évoluent. Cette approche couvre naturellement les préoccupations ESG. Au fil du temps et à mesure des évolutions, nous pouvons revoir la cote de crédit de l'émetteur ou la décision de placement, afin de réviser les hypothèses initiales et de déterminer si nous avons surestimé ou sous-estimé certains risques, à la lumière de ce qui s'est réellement produit. Cela peut nous amener à revoir nos conclusions initiales.



Engagement

Selon le CFA Institute, l'engagement est la façon dont les investisseurs mettent en œuvre leurs responsabilités de gérance, et le terme est décrit comme un dialogue intentionnel basé sur un objectif précis. L'objectif peut varier d'un engagement à l'autre, mais porte souvent sur l'amélioration des pratiques commerciales des sociétés, notamment en matière de gestion des enjeux ESG.⁷

Le dialogue avec la direction de la société est une partie importante de notre processus de placement, et cette approche constitue un outil essentiel pour approfondir les relations de notre équipe avec les émetteurs. Le dialogue nous donne l'occasion de faire part de nos commentaires et d'encourager la direction à s'attaquer aux risques ESG pour les émetteurs visés. Nous rencontrons régulièrement des membres de la haute direction afin de renforcer l'impact de nos recherches sur les stratégies et les pratiques d'atténuation du risque ESG adoptées par la société. La taille de l'équipe Titres à revenu fixe PH&N et sa position dans le secteur lui permettent généralement d'avoir un accès direct aux équipes de direction concernées afin de poser des questions et d'exprimer ses opinions. Nous ne nous contentons pas d'engager le dialogue à l'occasion d'une nouvelle émission ou du refinancement d'une échéance à venir. Au contraire, le dialogue est mené aussi bien lors de l'analyse initiale que pendant le processus de surveillance continue. De même que pour tout outil d'évaluation du risque, si notre équipe prend connaissance de nouveaux renseignements jugés importants pour le profil de crédit d'une société, elle révisé la cote ESG et les cotes de crédit internes au cas par cas. Les efforts de dialogue peuvent être décomposés en trois catégories :

1. Une occasion de comprendre le degré de sensibilisation de la direction et ses efforts d'atténuation des risques ESG. Si un émetteur a dévoilé publiquement sa stratégie ESG, le dialogue peut être engagé pour confirmer la qualité des efforts de la société dans le domaine de l'ESG et, le cas échéant, évaluer la pertinence d'un programme d'obligations de type ESG. Par exemple, si un émetteur achète des crédits compensatoires de carbone situés loin de la source de ses propres émissions physiques, cette mesure n'est peut-être pas en accord avec l'esprit de sa stratégie ESG. Le dialogue est essentiel pour faire la lumière sur les divergences entre les rapports ESG publics, parfaitement présentés, et les opinions et actions réelles des équipes de direction.
2. Une occasion de fournir des commentaires et d'encourager les stratégies d'atténuation des risques ESG matériels. Cela peut comprendre des discussions

sur les risques d'actifs délaissés, la conformité à la réglementation et l'établissement de politiques financières prudentes. Le dialogue continu avec les émetteurs nous permet de discuter régulièrement avec la direction afin d'évaluer les progrès, de repérer les écarts, et de demander des comptes sur les engagements pris antérieurement. À l'aide de l'exemple donné au point ci-dessus, nous pourrions suggérer à la direction de modifier son programme de compensation carbone afin de réduire le risque d'écoblanchiment.

3. Une occasion de fournir des conseils dans le cadre d'une nouvelle émission de type ESG. Nous avons participé à de nombreuses discussions avec des courtiers et des sociétés afin de donner notre point de vue sur les cadres d'obligations de type ESG nouveaux ou existants, ou pour encourager les émetteurs à intégrer les instruments de type ESG à leur stratégie de financement globale.

Pour exemple, voici quelques initiatives de dialogue que nous avons menées :

- recommander des modifications à l'allocation du capital, à l'effet de levier et à la structure de dette ;
- proposer des améliorations à apporter aux politiques d'entreprise pour atténuer les risques liés aux facteurs ESG et aux autres risques fondamentaux ;
- encourager la divulgation publique des politiques sur la gestion du bilan ;
- appuyer les améliorations de la transparence ;
- presser les émetteurs à réaliser des activités supplémentaires d'évaluation du crédit ;
- remettre en question les politiques sur les dividendes et la répartition du capital ;
- et encourager l'émission d'obligations de type ESG, le cas échéant
- encourager la direction à accroître la répartition du capital dans les actifs du nucléaire et des énergies renouvelables, dans un objectif de protection contre les risques liés à la transition

⁷ Certificate in ESG Investing Curriculum, Edition 3, CFA Society of the UK, 2021

Étude de dossier : Hydro One Inc. (Cote interne : AAA- | Cote ESG interne +2)

Hydro One Inc. (HOI) est la plus grande société de transport et de distribution d'électricité de l'Ontario. La société dessert environ 1,5 million de clients par l'intermédiaire de 30 000 KM de lignes de transport et de 125 000 KM de circuits de lignes de distribution. HOI exerce ses activités sous la direction de sa société mère Hydro One Ltd. (HOL). 99 % de ses revenus globaux sont entièrement réglementés par la Commission de l'énergie de l'Ontario, et HOI représente 92 % de la capacité de transport de l'Ontario.⁸

L'émetteur est présent dans les segments réglementés de la distribution et du transport d'électricité, et la Régie de l'énergie du Canada considère que 96 % de son activité est effectuée sans émissions de carbone. D'autre part, plus de 90 % de l'électricité produite en Ontario est issue de sources non émettrices.⁹ La direction s'est engagée à s'améliorer sur les trois fronts de l'ESG, et elle publie un rapport annuel sur la durabilité depuis 2018. En janvier 2022, HOL a apporté des modifications à ses lignes de crédit syndiqué afin d'intégrer des objectifs ESG qui ajustent le coût de financement de HOL, en fonction de certaines mesures de performance de développement durable portant sur la conversion des véhicules à essence en véhicules électriques, les dépenses d'approvisionnement des Autochtones, et une cible de 30 % de femmes parmi les cadres de direction et membres du conseil d'administration.

Hydro One appartient à hauteur de 47,2 % à la province de l'Ontario. En vertu de la Loi de 1998 sur l'électricité de l'Ontario, la province est tenue de conserver une participation de 40 % dans HOL, et elle a l'option d'acquérir jusqu'à 45 % de certaines nouvelles émissions de titres avec droit de vote. En 2018, Hydro One a traversé une période turbulente entre son équipe de direction et les dirigeants de la province de l'Ontario. À la suite de ces événements, Hydro One a mis en place ce que nous considérons comme des contrôles de gouvernance plus stricts, et amélioré ses relations réglementaires avec la province.

Hydro One est l'un des plus grands émetteurs du secteur des services publics canadiens. Nous avons estimé que ses actifs de distribution et de transport d'électricité, ses efforts visant à renforcer ses relations avec les Premières Nations, son robuste profil de gouvernance et son travail constant pour faciliter la transition énergétique de l'Ontario justifient le lancement d'un programme d'obligations de type ESG. Depuis 2022, nous communiquons de façon proactive avec la direction afin de discuter du lancement éventuel d'un cadre d'obligations de type ESG. Au cours de nos réunions, nous avons examiné quelle serait l'option la plus appropriée entre l'emploi du produit ou les principaux indicateurs de rendement, ou entre un cadre vert ou un cadre de durabilité. Nous avons aussi exprimé notre opinion sur l'existence de la production d'énergie nucléaire dans le réseau de l'Ontario.

Résultat :

Nous sommes conscients que nos efforts ne jouent peut-être qu'un petit rôle dans la décision d'un émetteur de modifier sa politique financière. Toutefois, nous croyons que notre soutien au programme d'obligations de type ESG de HOI a permis à la direction de lancer sa première émission d'obligation de type ESG en 2023. Au moment où nous écrivons, HOI a cinq titres de type ESG en circulation, et nous en détenons plusieurs dans les portefeuilles de nos clients.

Conclusion

L'équipe Titres de créance de sociétés PH&N s'est engagée à maintenir les normes les plus élevées en matière de recherche de crédit et de propriété active dans un esprit de devoir fiduciaire envers ses clients. Nous nous efforçons de cerner, de comprendre et d'analyser les risques et les opportunités importants afin d'éclairer nos décisions de placement. L'intégration des facteurs ESG matériels est un aspect important de cette approche.

L'attention croissante portée aux rapports ESG représente un pas en avant pour le secteur des placements, car cela encourage les sociétés à être plus transparentes dans leur communication avec les investisseurs. L'équipe se félicite des rapports et des ressources supplémentaires qui apparaissent, et elle se maintiendra à l'avant-garde des faits saillants afin de renforcer ses connaissances dans l'intérêt de ses clients.

⁸ Hydro One, Rapport annuel 2022, ([hydroone.com/](https://www.hydroone.com/))

⁹ Hydro One, 2023, ([hydroone.com/](https://www.hydroone.com/))

Appendix I: Cadre de notation ESG

Cote	Directives de notation PH&N pour les titres de créance de sociétés de catégorie investissement
3	L'émetteur exerce exclusivement des activités, mais sans toutefois s'y limiter, dans les secteurs du logement, de l'éducation, des soins de santé, des énergies renouvelables et d'autres types d'infrastructures sociales. Les services contribuent souvent à la réalisation des objectifs de développement durable. L'émetteur n'a pas été associé à des controverses antérieures sur les facteurs ESG. Il est peu probable que ses activités puissent susciter des controverses sur les facteurs ESG à l'avenir.
2	L'émetteur exerce ses activités dans un secteur faiblement exposé aux risques ESG. De plus, la direction déploie des efforts considérables pour réduire davantage son exposition aux risques ESG. Bien que l'existence d'un programme d'obligations vertes ou durables puisse être considérée comme positive, l'analyste évaluera la solidité du cadre et l'utilisation finale du produit.
1	L'émetteur exerce ses activités dans un secteur qui peut être exposé à des risques ESG moyens ou faibles. Dans les secteurs à risque moyen, la direction s'efforce de répondre de façon proactive au profil de la société afin de réduire considérablement les risques à la baisse. L'existence de rapports de durabilité, de politiques, d'informations et d'engagements généraux ne suffit pas à démontrer que le risque est atténué de manière conséquente.
0	L'émetteur exerce ses activités dans un secteur ayant une exposition moyenne aux risques ESG extrêmes. Bien que la direction puisse faire preuve de sensibilisation et prendre des mesures en vue d'atténuer le risque, elle n'est pas capable de réduire de manière significative le profil de risque.
-1	L'émetteur exerce ses activités dans un secteur exposé à des risques ESG matériels. Les mesures et l'approche mises en œuvre par la direction pour tenter de gérer ou de réduire au minimum ces risques sont jugées inadéquates. La cote peut être attribuée en fonction de graves préoccupations en matière de gouvernance pour les émetteurs d'autres secteurs.

Ce document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N Institutionnel. Il n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne devrait pas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur présentation. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de PH&N Institutionnel à la date de la publication, et elles peuvent changer sans préavis. Cette information ne constitue pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou de participation ou d'adhésion à un service.

Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables ; toutefois, PH&N Institutionnel, ses sociétés affiliées ou toute autre personne ne font pas de déclaration ni ne donnent de garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude ou à l'intégralité de ces renseignements. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

PH&N Institutionnel est la division des affaires institutionnelles de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. Phillips, Hager & North Investment Management est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. est une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

® / ™ Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2024

IC2401120 (09/2024)

019PIM127 (09-2024) ESG ANALYSIS AND INTEGRATION FR V1 ACC 09/06/2024

