

**RBC Gestion mondiale d'actifs**  
Phillips, Hager & North gestion de placements

Recherche sur les obligations de sociétés de première qualité

# Analyse et intégration des critères ESG



# Contents

<b>Les facteurs ESG dans le contexte des placements à revenu fixe</b>	<b>3</b>
▪ Qu'est-ce qu'une analyse fondée sur des critères ESG?	4
<b>Principe et démarche d'une analyse des obligations de sociétés</b>	<b>6</b>
▪ Processus de placement rigoureux	7
▪ Concertation	10
<b>Conclusion</b>	<b>11</b>
<b>Annexe I : Ressources</b>	<b>12</b>
<b>Annexe II : Obligations vertes</b>	<b>13</b>

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) représentent une source importante de risques et d'occasions de placement pour les investisseurs. L'incidence de ces facteurs ESG doit donc être évaluée comme on le fait pour les autres facteurs de crédit, lorsqu'il est question d'investir dans des titres à revenu fixe, et pour les particularités de chaque émetteur. Cette vue d'ensemble souligne l'importance d'analyser les pratiques des sociétés en matière de facteurs ESG et examine en détail la manière dont nous intégrons ces facteurs à notre recherche sur les obligations de sociétés de première qualité, à nos décisions de placement et au suivi.

Depuis dix ans, l'intégration systématique des facteurs ESG dans l'analyse des investissements a été largement adoptée par le secteur des services financiers, parce qu'un nombre croissant de preuves démontrent une corrélation positive entre la performance environnementale, sociale et de gouvernance, et une amélioration de la qualité du crédit. En même temps, on peut observer une prolifération rapide à la fois de l'ampleur et de l'étendue des stratégies d'investissement intégrant des critères ESG.

Les gestionnaires d'actifs institutionnels sont d'importants participants et chefs de file en cette matière. Par conséquent, nous recevons un nombre accru de demandes de nos clients et des conseillers, qui veulent connaître notre point de vue et notre démarche d'analyse fondée sur des critères ESG, en particulier lorsqu'il s'agit d'investir dans des titres à revenu fixe.

Conformément à ce mandat, l'équipe des obligations de sociétés de première qualité de PH&N intègre des facteurs ESG dans sa démarche rigoureuse et méthodique de recherche approfondie d'obligations de sociétés. Plutôt que d'appliquer aux placements des critères de sélection descendants axés sur les facteurs ESG, nous évaluons les risques et les possibilités associés aux pratiques des émetteurs quant à ces critères, dans l'ensemble du processus de vérification diligente. Notre principal objectif vise à comprendre l'incidence de ces pratiques sur le développement durable et la qualité du crédit

de la société. Nous utilisons un large éventail de ressources pour accroître notre connaissance de l'information pertinente en matière d'ESG, notamment les dialogues engagés avec la direction et des agences de notation, de même que la recherche menée par des tiers.

Dans le présent article, nous partageons nos points de vue sur la pertinence des critères ESG pour les investisseurs de placements à revenu fixe ainsi que la façon dont nous abordons l'intégration de ces critères et les étapes détaillées de cette démarche.

**Chez Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N), notre responsabilité de fiduciaires, en tant que gestionnaires actifs, consiste à maximiser les revenus d'investissement de nos clients sans prendre de risque excessif de perte. Nous sommes convaincus que notre rôle de gestionnaire d'actifs dynamique, engagé et responsable nous permet d'améliorer le rendement durable et à long terme des portefeuilles de nos clients.**

## Les facteurs ESG dans le contexte des placements à revenu fixe

En tant qu'investisseurs de titres à revenu fixe, notre démarche en matière de critères ESG est essentiellement différente de celle des investisseurs en actions. Les risques concernant les facteurs ESG peuvent influencer l'évaluation des actions et des obligations; cependant, les options d'un obligataire pour exprimer ses inquiétudes en la matière peuvent être plus limitées. À titre d'exemple, nous ne pouvons pas voter par procuration. Nous nous reposons plutôt sur des échanges avec la direction et sur l'engagement de ses membres pour clarifier des incertitudes et nous fournir des commentaires.

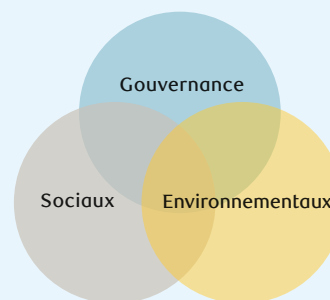
Alors que l'incidence des pratiques en matière d'ESG sur la réputation de crédit d'un émetteur peut varier, les facteurs de gouvernance peuvent parfois fortement influencer les détenteurs d'obligations. La gouvernance traduit souvent la capacité de la haute direction à équilibrer les intérêts des actionnaires et ceux des obligataires sans désavantager les uns ou les autres. Plus précisément, une équipe de direction qui montre peu d'habileté à communiquer ou à faire preuve de transparence nuit à la capacité des investisseurs d'interpréter les intentions derrière ses politiques régissant le bilan, la gestion de liquidités et la structure de l'entreprise, alors qu'elle devrait faire valoir sa compétence à maintenir la qualité de son crédit.

À l'inverse, les sociétés affichant de saines pratiques de gouvernance peuvent tirer parti d'une foule d'avantages concurrentiels, comme des économies de dépenses d'investissement, des gains de productivité et de nouvelles occasions d'affaires.

En définitive, l'angle avec lequel nous abordons et évaluons les facteurs ESG se concentre sur l'atténuation du risque de crédit plutôt que sur l'accroissement du cours d'une action.

Par exemple, le point de vue des investisseurs d'actions sur de saines pratiques de gouvernance pourrait encourager des mesures capables d'améliorer les rendements des actions et les revenus des actionnaires, comme des augmentations de dividendes, des rachats d'actions et des transactions par effet de levier. Selon le point de vue d'un obligataire, nous ne pourrions souhaiter que de telles mesures soient financées par emprunt. Accroître le levier financier peut paraître sensé lorsque l'entité désire améliorer ses opérations et sa compétitivité, pourvu que l'on fournisse des directives claires sur la manière de gérer le bilan. Nous privilégions des

### Qu'est-ce qu'une analyse fondée sur des critères ESG?



L'analyse fondée sur des critères ESG étudie les pratiques d'une organisation en matière de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) en considérant que ceux-ci puissent influencer le rendement financier de la société et sa réussite opérationnelle. Le poids des facteurs ESG dans l'analyse de titres dépend de l'entité émettrice, du secteur dans lequel elle exerce ses activités et la nature du portefeuille pour lequel le titre est acheté. L'information obtenue de l'analyse fondée sur des critères ESG permet d'enrichir le processus de recherche et d'identification des risques d'une analyse financière conventionnelle. Elle vise à réduire les risques de perte et, à l'inverse, à accroître le potentiel de rendement supérieur.

Des différences importantes existent entre l'analyse fondée sur des critères ESG, l'investissement socialement responsable (ISR) et l'investissement thématique, malgré le fait que ces termes soient souvent confondus.

L'ISR suppose l'application de critères de sélection positifs ou négatifs pendant la construction du portefeuille en fonction de directives précises d'investissement responsable. Par exemple, un critère de sélection négatif peut exclure toutes les sociétés qui fabriquent des produits du tabac; un critère de sélection positif peut inclure uniquement des émetteurs qui respectent l'environnement.

L'investissement thématique se concentre sur l'augmentation de l'exposition aux entreprises ou aux projets précis engagés dans le développement durable des ressources et des opérations. On peut citer par exemple l'efficacité énergétique, les infrastructures vertes et le transport à faible empreinte de carbone.

activités ayant un objectif stratégique sans compromettre la stabilité à long terme des liquidités de l'entreprise ni sa performance opérationnelle. Une saine gouvernance d'entreprise est donc une caractéristique fondamentale que nous exigeons des sociétés émettrices dans lesquelles nous investissons.

	Société émettrice 1	Société émettrice 2
Structure de l'entreprise	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Structure organisationnelle simple</li> <li>✓ Éviter les réorganisations qui relégueraient les obligataires à un rang inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>X Structure de l'entreprise complexe et à plusieurs niveaux</li> <li>X Utilisation massive d'une priorité de rang dans la structure financière</li> </ul>
Cotes de crédit et effet de levier	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Engagement public à obtenir de fortes cotes de crédit</li> <li>✓ Cibles de levier financier bien définies</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>X Antécédents de désendettement défavorables</li> <li>X Aucune preuve d'engagement à respecter une cible de levier financier</li> </ul>
Engagement des parties prenantes	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Communications sans détour et sans surprise négative de la part de la direction</li> <li>✓ Engagement auprès des agences de notation à confirmer les conséquences avant chaque transaction</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>X Communications conflictuelles avec les investisseurs de titres à revenu fixe, suivies de mesures préjudiciables pour les obligataires</li> </ul>
Pratiques comptables	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Historique de mesures prises pour protéger le bilan et la cote de crédit avant d'entreprendre des démarches de F&amp;A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>X Historique de retraitements et de charges spéciales</li> </ul>
Priorité de la direction	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Volonté de vendre des éléments d'actif et de maintenir un niveau prudent de dividendes payés pour assurer une flexibilité financière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>X Volonté d'accroître la valeur actionnariale au détriment des obligataires</li> </ul>

Notre analyse nous a permis de désigner deux émetteurs comparables dans le secteur canadien de l'énergie, comme l'illustre la figure ci-dessous; l'une montre de solides pratiques de gouvernance et de gestion des partenaires, et l'autre montre complètement l'opposé.

En dernier lieu, dans certains cas, une bonne gouvernance peut aider à réduire les problèmes d'ordre environnemental et social, lorsque ces questions sont influencées par des décisions de la haute direction et du conseil d'administration. Les facteurs sociaux et environnementaux sont des données importantes pour notre recherche; en effet, ils peuvent influencer le développement durable d'une entreprise à laquelle sont exposés les détenteurs d'actions et d'obligations. Les relations de travail peuvent être un exemple d'énorme tension ou de coûts très élevés en termes de réputation et d'argent, pouvant avoir des conséquences néfastes sur la valeur pour tous les investisseurs.

# Principe et démarche d'une analyse des obligations de sociétés

Les facteurs ESG ne devraient pas être considérés comme des facteurs indépendants des autres risques et possibilités.

Nous analysons les risques importants associés aux facteurs ESG afin de nous assurer que notre examen d'un émetteur soit fait en profondeur. Nous ne nous imposons pas un examen de ces facteurs pour répondre à une exigence arbitraire; nous estimons plutôt qu'il est prudent et essentiel d'examiner une obligation de société sous tous ses angles. Cette recherche comprend naturellement des considérations ESG dans la mesure où elles reflètent la qualité et la valeur offertes par un placement. La même méthode s'applique aux obligations vertes. L'annexe II présente une description détaillée des obligations vertes et de notre engagement.

Le schéma ci-dessous illustre certains des facteurs ESG que nous pourrions prendre en considération dans le cadre de notre vérification diligente.

Plus précisément, le but de cet exercice n'est pas de définir toutes les pratiques de l'entreprise qui concernent les facteurs

ESG, mais seulement celles qui pourraient présenter un risque important pour la qualité du crédit. Un émetteur donné peut présenter une multitude de risques et de possibilités associés aux facteurs ESG, mais plusieurs de ces risques et possibilités n'auront pas une influence substantielle sur la performance opérationnelle ou financière. Nous priorisons les facteurs en fonction de leur pertinence, qu'ils aient ou non des considérations ESG, et notre principal objectif demeure la globalité de la recherche. Par la suite, nous n'attribuons pas d'emblée une pondération plus grande ou plus petite à des facteurs individuels ni même des points en fonction des facteurs ESG. Nous nous attardons plutôt aux risques associés à une obligation que nous estimons être les plus pertinents et non atténués. Comme le décrit l'exemple ci-dessous, nous avons choisi d'investir dans la nouvelle émission d'obligations de Grand Renewable Solar en raison des attributs ESG favorables de ce projet et des autres améliorations de son crédit.

## ESG

### Facteurs environnementaux

- Gestion des ressources
- Politique de gestion des événements et des désastres, et rendements antérieurs
- Impact climatique
- Contrôle des émissions
- Remise en état des sites
- Changements de réglementation générant des risques et des possibilités

### Facteurs sociaux

- Changements de comportement des consommateurs
- Demande sociale d'une réforme de la réglementation
- Relations de travail
- Diversité et inclusion
- Normes de sécurité

### Gouvernance

- Gestion des rendements antérieurs et uniformité des déclarations publiques concernant les mesures adoptées
- Manière d'aborder les fournisseurs de capitaux
- Structure de rémunération
- Indépendance du conseil d'administration

## Grand Renewable Solar (cote de crédit interne : BBB-)

### Vue d'ensemble :

Le projet Grand Renewable Solar (GRS) est le deuxième plus grand centre d'exploitation solaire au Canada; il est doté d'une capacité de 100 mégawatts. Il se situe sur un terrain loué de 1000 acres, dans Haldimand County, en Ontario. Le projet a atteint l'étape de l'exploitation commerciale en mars 2015. GRS a émis plus de 600 millions de dollars d'obligations de premier rang garanties, avec une échéance en 2035. La technologie de cette société émettrice a fait ses preuves et sa vie utile a une durée qui va au-delà de l'échéance de ces obligations.

L'électricité produite par GRS est cédée à 100 % par contrat en vertu d'une convention d'achat d'électricité signée avec la Société indépendante d'exploitation du réseau d'électricité de l'Ontario (SIERE)<sup>1</sup>. La SIERE est un organisme sans but lucratif créé par la Loi de 1998 sur l'électricité (Ontario) pour surveiller le marché de l'électricité en Ontario. Elle a obtenu une cote A (plus) de DBRS et une cote Aa2 de Moody's.

### Décision :

Nous apprécions les caractéristiques fondamentales solides de ce projet, de même que son ratio de couverture résilient et l'appui ferme qu'il reçoit du gouvernement ontarien. De plus, nous percevons la valeur positive de la nature ESG de GRS en tant que fournisseur d'énergie renouvelable comme une amélioration du crédit. La grande solvabilité de la SIERE en tant que tiers payeur agit comme un atténuateur important du risque. Cette combinaison de facteurs nous a convaincus d'investir dans cette nouvelle obligation de GRS.

Cohérent avec le principal objectif de notre approche globale d'investissement dans des titres à revenu fixe (ajouter de la valeur en maîtrisant le risque), le but premier de l'analyse fondée sur des critères ESG et sur d'autres facteurs de risque consiste à assumer nos responsabilités de fiduciaires auprès des clients. Cette analyse prévoit d'étudier les risques de perte capables d'éroder le capital et de limiter la croissance, et de les atténuer, dans la mesure du possible.

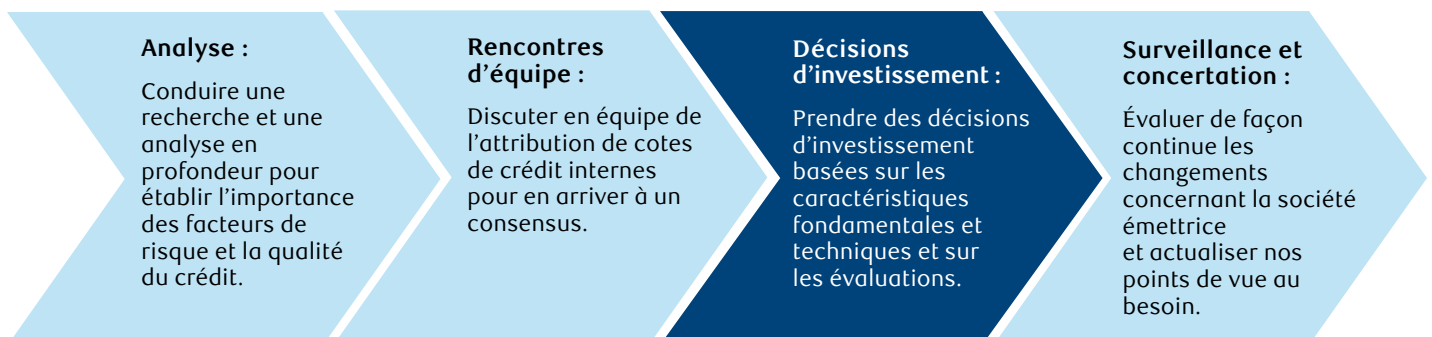
De plus, il est important de tenir compte des facteurs ESG dans le bon contexte. À titre d'exemple, il serait imprudent d'analyser une société émettrice de pétrole et de gaz sans

examiner en détail son passé et son efficacité à gérer l'impact environnemental de ses activités. L'analyse de ces mêmes facteurs ne serait pas aussi pertinente pour une société de services financiers; celle-ci, par contre, possède sa propre liste de préoccupations en matière de facteurs ESG qui demandent qu'on s'y attarde. C'est essentiellement parce qu'il n'existe aucune solution universelle quant aux critères ESG s'appliquant à tous les secteurs et tous les contextes, que nous appliquons une méthode d'intégration des critères ESG qui se soucie du cadre d'exploitation et de la nature des activités propres à une société émettrice.

## Processus de placement rigoureux

Notre processus d'analyse du crédit comprend en général des étapes consacrées à la recherche, aux discussions en équipe pour prendre une décision d'investissement, ainsi qu'au suivi et à l'engagement constants.

### Processus d'examen complet des sociétés émettrices, étape par étape



<sup>1</sup> Notice d'offre de GRS (2016)

## Analyse

Nous commençons par un examen du contexte de fonctionnement de la société et une cueillette d'information de haut niveau pertinente à son modèle d'entreprise, comme des caractéristiques sur son secteur d'activité, ses tendances historiques, sa nature concurrentielle et le paysage quant à la réglementation. Les thèmes ESG pertinents sont un élément important de cette recherche. Il s'agit de définir les risques et enjeux principaux qui pourraient avoir des conséquences importantes sur le crédit de cette société et du secteur dans lequel elle exerce ses activités. Notre analyse d'Alimentation Couche-Tard est un exemple type du fonctionnement de notre processus et illustre les segments où les facteurs ESG prennent tout leur sens.

### Étude de cas : Alimentation Couche-Tard

Alimentation Couche-Tard Inc. (ATD) est un vaste exploitant multinational de dépanneurs et de stations-service. ATD est propriétaire de magasins et de licences, plus de 14 000 au total, sous diverses marques, partout en Amérique du Nord, en Europe et en Asie-Pacifique. La société emploie plus 100 000 personnes à l'échelle mondiale<sup>2</sup>.

Elle exerce ses activités dans un segment hautement concurrentiel du secteur des produits courants, dans lequel les clients sont généralement peu fidèles et où les options comparables sont déjà facilement accessibles. Elle a réussi à obtenir une part impressionnante du marché grâce à une série d'acquisitions rentables et une capacité constante à intégrer de nouvelles activités. Le principal concurrent d'ATD en Amérique du Nord est 7-Eleven.

À l'échelle sectorielle, le contexte d'exploitation dans lequel elle évolue est confronté à de nombreux risques extrêmes associés aux critères ESG, en raison des nouvelles tendances de consommation et des changements de réglementation. Ces nouveaux enjeux comprennent un fléchissement de l'industrie du tabac, la part croissante du marché des véhicules écoénergétiques et des règles environnementales plus sévères quant aux émissions de carbone.

Suivant notre cadre de recherche, nous procédons alors à une analyse en profondeur de la société émettrice, en examinant son profil fondamental. De façon générale, cela peut inclure toutes les mesures qui suivent ou une combinaison de ces mesures :

- répertorier les forces et les faiblesses de l'organisation et de ses divisions;
- analyser les états financiers;
- mesurer la qualité de la direction;
- évaluer les antécédents de gestion des partenaires;
- évaluer la structure organisationnelle;
- évaluer les caractéristiques et les clauses restrictives des instruments de créance;
- tester les principales hypothèses, le cas échéant;
- évaluer le risque associé aux cotes de crédit.

La liste qui précède n'est pas exhaustive. Par exemple, une recherche additionnelle peut être nécessaire pour financer des projets ou acheter des obligations structurées.

Nous évaluons les enjeux ESG pendant toute la durée de cette tâche et dans le contexte des autres facteurs de risque. Notre accent est normalement mis sur l'incidence que peuvent avoir

les facteurs ESG sur les résultats d'exploitation de la société et sur les flux de trésorerie futurs. Pour compléter notre analyse interne et approfondir nos connaissances, nous intégrons souvent des conclusions pertinentes de recherches, de classements et de publications sur les facteurs ESG provenant de tierces parties, comme MSCI et Sustainalytics. Par ailleurs, la concertation avec la direction est au cœur de ce processus. Une description détaillée de tout l'éventail de ressources sur lesquelles nous nous appuyons est fournie à l'annexe I.

L'étape finale de notre analyse vise à compiler toutes les données de recherche dans un rapport de solvabilité, qui est personnalisé afin de mettre l'accent sur les domaines propres à chaque secteur et à chaque société émettrice. Les questions ESG peuvent toucher différents aspects de l'entreprise à plusieurs niveaux; nous évitons donc de séparer ces facteurs de leur place naturelle dans le rapport. Certaines conclusions de tiers sont cependant intégrées dans une section indépendante consacrée aux facteurs ESG, en tant qu'information additionnelle. En définitive, seuls les facteurs qui pourraient avoir un impact substantiel sur les caractéristiques fondamentales d'investissement ou sur les possibilités d'un émetteur à assurer le service de la dette influenceront ultimement notre évaluation interne du crédit et notre décision d'investissement.

<sup>2</sup> Formulaire annuel d'information d'ATD (2018)



## Étude de cas : Alimentation Couche-Tard

Une partie de notre analyse d'ATD s'est concentrée sur les aspects traditionnels de la recherche de crédit, notamment les antécédents de fusions et d'acquisitions, la rentabilité de l'exploitation, la production de flux de trésorerie disponible, les dépenses en capital, les liquidités, l'utilisation de levier financier et la force des clauses restrictives. Par conséquent, nous avons découvert qu'ATD avait tendance à compter sur les marchés de capitaux d'emprunt pour financer ses acquisitions, pour ensuite procéder à un désendettement après la conclusion des transactions. En discutant avec la direction, nous avons appris que celle-ci n'était pas disposée à annoncer publiquement une fourchette d'endettement cible dans laquelle elle s'engagerait à exercer ses activités à long terme. Cependant, elle a déclaré clairement ses intentions de faire progresser l'entreprise grâce à des acquisitions. Nous avons mis en évidence un bon nombre de risques qui pourraient influencer la rentabilité à long terme et le développement durable de l'entreprise, dont certains peuvent être considérés comme des facteurs ESG, tel que décrit ci-dessous.

### 1. Le long déclin de l'industrie du tabac

Une large part des recettes des stations-service et des dépanneurs sont générées par les ventes de tabac, un secteur confronté à un déclin prolongé pour les années à venir, à notre avis. Une part de 38 % des recettes de vente de marchandises et de services d'ATD provient des ventes de tabac, ce qui expose la société au virage généralisé des consommateurs vers un mode de vie plus sain et loin des produits du tabac. Ce changement est particulièrement vrai en Amérique du Nord et dans d'autres marchés développés. ATD vend aussi sa propre marque de cigarettes, augmentant le risque de volatilité des profits et fait craindre de possibles recours. Pour terminer, un nombre croissant d'investisseurs, comme les fondations, les fonds de dotation et les régimes de retraite interdisent l'exposition aux producteurs de tabac. Par conséquent, les titres cotés en bourse d'ATD pourraient subir des pressions de vente et un accroissement du coût en capital. Ces facteurs combinés exposent la société à des risques pour les profits et pour les questions ESG.

### 2. Véhicules électriques

À notre avis, l'adoption des véhicules électriques pourrait grandement bouleverser l'industrie automobile et tous les services professionnels dans ce secteur. Les stations-service sont particulièrement menacées si les conducteurs optent pour la recharge de leur voiture plutôt que de faire le plein. Cette situation crée des risques importants pour le principal modèle d'entreprise d'ATD, étant donné que 72 % de l'ensemble de ses recettes proviennent du carburant consommé par les transporteurs routiers<sup>3</sup>. ATD devra s'adapter et même réinventer ses activités, ce qui pourrait être coûteux et difficilement réalisable. Si cette société émettrice choisit d'entreprendre une expansion à grande échelle pour, par exemple, installer des bornes de recharge, elle devra s'assurer d'obtenir d'importants capitaux d'investissement. Nous estimons que la direction n'a pas mis sur pied un plan d'urgence suffisant pour réagir à cette possible perturbation d'un virage vers les véhicules électriques.

### 3. Règlements sur l'environnement

Les normes de rendement énergétique sont de plus en plus strictes depuis quelques années, parce que les pays tentent d'atteindre leur engagement à l'échelle internationale de réduire les émissions de gaz à effet de serre. Par conséquent, la demande de voitures hybrides et électriques grimpe, ce qui pose un défi fondamental pour ATD et pour toute la chaîne d'approvisionnement dont elle dépend.

### 4. Comportement favorable aux actionnaires

La rémunération des cadres d'ATD est étroitement liée au rendement de son titre et structurée de façon « à établir un lien direct entre les intérêts des membres de la haute direction et ceux des actionnaires de la Société<sup>4</sup> ». Plus précisément, 65 % des cibles du régime d'encouragement à long terme des hauts dirigeants proviennent du rendement des actions. Les fondateurs de la société ont aussi tenté de modifier la structure de l'entreprise pour servir leurs propres intérêts. Ils ont proposé de retirer une clause de temporisation qui limite les droits de vote des partenaires fondateurs au moment de la retraite<sup>5</sup>. Lorsque la communauté des investisseurs s'est opposée à cette proposition, la haute direction a fait allusion à une vente de la société. Ce type d'événement pourrait présenter un important risque de perte pour un obligataire.

Considérant ce qui précède, nous recommandons une cote de crédit interne de BBB- pour ATD. Cette cote est inférieure à la cote BBB octroyée par S&P et au Baa2 de Moody's.

<sup>3</sup> Rapport annuel d'ATD (2018)

<sup>4</sup> Circulaire de sollicitation de procurations d'ATD (2016)

<sup>5</sup> Circulaire de sollicitation de procurations de la direction d'ATD, avis de convocation à l'assemblée générale annuelle et extraordinaire des actionnaires (2015)

## Évaluation interne du crédit

Une fois tous les risques bien évalués et résumés, nous nous réunissons pour discuter de la cote de crédit appropriée. Ces rencontres ont lieu une fois par semaine et plus souvent, s'il y a lieu.

Pendant ces réunions, nous nous interrogeons les uns les autres sur le contenu du rapport de solvabilité et nous soulignons les facteurs qui pourraient avoir été négligés. Après une discussion en profondeur sur les résultats de la recherche et un échange libre d'idées, nous parvenons à établir une cote de crédit finale.

## Décision d'investissement

Nous ne pouvons prendre de décision d'investissement fondée seulement sur les caractéristiques fondamentales, ce qui nous oblige à tenir compte des évaluations et des analyses

techniques. Nous devons également examiner la valeur relative d'une action par rapport à d'autres options d'investissement, dans le même secteur ou non. À l'étape finale, nous regroupons toute l'information obtenue de notre recherche et nos analyses exhaustives, pour en arriver à une décision d'investissement.

## Surveillance

Nous suivons les sociétés émettrices dans notre univers de placements de façon continue, évaluant toujours les facteurs de risque lorsqu'ils progressent. Cette surveillance comprend évidemment les facteurs ESG. Au fil du temps et au gré des changements, nous réexaminons notre cote de crédit et nos décisions d'investissement pour vérifier nos hypothèses initiales et établir si nous avons surestimé ou sous-estimé certains risques par rapport à la réalité. Au terme de cet examen, nous pourrions revoir nos premières conclusions.

### Étude de cas : Alimentation Couche-Tard

Selon les conclusions de notre analyse des caractéristiques fondamentales, des évaluations et des éléments techniques, nous n'avons pas investi dans ATD. Nous n'avons pas pris part à son émission initiale et nous n'avons par la suite acheté aucune de ses obligations du marché secondaire.

## Concertation

La collaboration est un outil essentiel pour approfondir notre relation avec les émetteurs et obtenir une connaissance plus approfondie des décisions prises par ces sociétés. C'est pourquoi nous rencontrons régulièrement la haute direction dans le but d'accroître l'ampleur et la profondeur de notre recherche sur une société et sur ses pratiques quant aux enjeux ESG. Vu la taille de PH&N et sa position dans le secteur, nous jouissons d'un accès direct et en temps opportun aux équipes de direction pour poser des questions et faire entendre nos points de vue.

Comme c'est le cas pour notre façon de définir une gouvernance efficace, l'étendue et la manière dont les investisseurs d'obligations engagent un dialogue avec les émetteurs diffèrent de celles des investisseurs d'actions. Contrairement au marché boursier, où la participation est accessible au grand public, les émetteurs doivent, dans le marché obligataire, obtenir l'appui des principaux prêteurs pour refinancer leurs dettes existantes ou trouver du nouveau financement. Lorsque les instruments à revenu fixe s'approchent de l'échéance, le besoin de refinancer oblige les sociétés à rencontrer régulièrement les détenteurs d'obligations. Par ailleurs, les emprunteurs doivent obtenir l'approbation des obligataires pour modifier les clauses restrictives des obligations, créant une autre occasion d'engager le dialogue. Cette dynamique offre aux investisseurs de titres à revenu fixe une chance unique de fournir leurs commentaires sur le comportement des dirigeants.

### Une mauvaise gestion de la relation entre prêteur et emprunteur peut entraîner une hausse du coût des emprunts ou limiter la participation à une nouvelle émission ou au refinancement.

C'est pourquoi nous collaborons activement avec les émetteurs pour :

- recommander des changements à la répartition des fonds propres, à l'utilisation du levier financier et à l'élaboration de la structure de la dette;
- suggérer une amélioration des politiques de la société afin de réduire les risques sur les enjeux ESG et les autres risques fondamentaux;
- encourager la déclaration publique des politiques de gestion du bilan;
- soutenir les mesures pour améliorer la transparence;
- presser les sociétés émettrices à obtenir d'autres cotes de crédit;
- remettre en question les politiques sur les dividendes et sur la répartition des fonds propres.

Nous utilisons Cominar REIT en guise d'exemple de nos efforts de concertation.

## Cominar Real Estate Investment Trust (cote de crédit interne : BBB-)

### Vue d'ensemble :

Cominar est une SPI diversifiée, exposée aux segments des immeubles industriels, de bureaux et de vente au détail. Le portefeuille se concentre au Québec et en Ontario, et cette société émettrice est le plus gros propriétaire et gestionnaire de propriétés commerciales au Québec. Les plus grands détenteurs d'actions sont la Caisse de dépôt et la famille fondatrice Dallaire, représentant chacun une participation d'environ 5 %<sup>6</sup>.

En 2014, la société a fait l'acquisition d'un vaste portefeuille de propriétés appartenant à Ivanhoe Cambridge. De façon générale, on considérait que cette acquisition était sans effet pour Cominar. La société a profité du portefeuille sous la forme d'un gain d'ampleur et d'une meilleure diversification géographique, mais elle a augmenté son endettement pour financer cette acquisition<sup>7</sup>. Bien que la direction ait tenté de réduire son endettement par l'émission d'actions et la vente de propriétés, la société a connu de nombreuses épreuves qui ont exercé des pressions sur ses activités, comme la faillite de Target Canada et le fléchissement de certains segments des immeubles de bureaux et de vente au détail. La direction a par la suite ramené le coefficient d'endettement à environ 52 %<sup>7</sup>. Cependant, DBRS a modifié la façon dont elle attribue une cote de crédit aux SPI à peu près au même moment et son évaluation financière intégrait donc un ratio dette/BAIIA dans une plus grande mesure. Ce changement de méthodologie était imposant et a nui à Cominar lorsqu'elle a voulu atteindre des seuils révisés qui lui auraient permis de protéger sa cote de BBB (faible).

Nous apprécions plusieurs aspects fondamentaux de Cominar. À notre avis, la direction aurait pu conserver la cote de BBB (faible) envers laquelle elle s'était engagée publiquement, mais à condition de mettre en place des mesures musclées pour améliorer la qualité de son crédit. Nous avons donc établi un dialogue actif avec la direction et avec DBRS. À cette étape, nous avons recommandé un bon nombre d'actions, notamment une réduction de dividendes, le maintien du plan de réinvestissement, le recyclage d'actifs non essentiels et le refinancement de créances garanties par une émission d'obligations non garanties afin d'améliorer la priorité de rang dans la structure financière.

### Résultat final :

Après avoir examiné ses options, la direction a finalement décidé de réduire le dividende de 22 %. Elle a cependant décidé d'annuler son plan de réinvestissement. Cela n'a pas suffi à conserver la cote BBB (faible), et DBRS a déclassé Cominar à une cote BB (élevée). Dans son communiqué, l'agence a déclaré qu'elle aurait préféré une réduction de 67 % du dividende. Après la révision à la baisse de sa cote, la direction de Cominar a annoncé qu'elle se consacrerait de nouveau à ses principaux emplacements géographiques, ce qui signifiait aussi la vente d'actifs non essentiels. Une partie des produits seront appliqués à réduire l'endettement à des niveaux correspondant à sa nouvelle cible réduite d'endettement.

## Conclusion

Nous nous sommes engagés à maintenir les normes les plus élevées en matière de recherche de crédit et de propriété active dans le but d'accomplir nos obligations de fiduciaires envers nos clients. Nous visons à circonscrire, comprendre et analyser les risques et opportunités importants pour orienter nos décisions d'investissement. L'intégration des facteurs ESG est indissociable de cette démarche.

L'attention croissante consacrée aux rapports sur les critères ESG est une avancée positive pour le secteur de l'investissement, puisqu'elle encourage les sociétés à faire preuve d'une plus grande transparence et de mieux communiquer avec le public investisseur. Nous applaudissons cet ajout de déclarations et de ressources, qui deviennent ainsi accessibles, et nous continuerons de rester à l'avant-garde des grands changements majeurs qui surviennent dans ce secteur pour étoffer nos connaissances au profit de nos clients.

<sup>6</sup> Bloomberg

<sup>7</sup> Rapports trimestriels et annuels de Cominar (2016-2017)

## Annexe I : Ressources

Nous disposons d'une grande diversité de ressources pour faciliter une recherche de crédit approfondie, exhaustive et solide.

Les **déclarations publiques** prennent la forme de rapports financiers, de communiqués, de documents de marketing et de toutes autres données facilement accessibles. Il existe des points de départ utiles pour collecter de l'information rudimentaire, mais celle-ci se limite au contenu créé pour le public en général.

Les **discussions avec la direction et les agences de notation** sont des occasions inestimables pour nous d'approfondir notre compréhension au sujet des décisions de la direction, de présenter nos points de vue et fournir nos impressions. Étant donné l'envergure de PH&N, nous avons un accès direct aux membres de la haute direction.

L'**équipe responsable des actions canadiennes PH&N** a aussi un accès direct à la haute direction et peut formuler une opinion différente sur les entités dans notre radar. Lorsqu'il convient, nous sommes en mesure de comparer et de mettre en opposition le message de la haute direction transmis aux détenteurs d'actions et celui livré aux obligataires, pour obtenir un avis plus complet au sujet de la société émettrice.

Nous avons facilement accès aux données de **recherche côté vente**, à l'échelle des émetteurs et celle des secteurs.

Les **tierces parties en matière de facteurs ESG** comme MSCI et Sustainalytics, sont consultées afin d'obtenir de l'information supplémentaire sur ces questions. Nous utilisons par exemple le rapport sur le risque comptable et de gouvernance de MSCI (AGR) pour une entité donnée, ce qui nous permet de lever d'autres drapeaux rouges à propos de la gouvernance.

Le **GGIR de RBC Gestion mondiale d'actifs** (le Groupe Gouvernance et investissement responsable) fournit régulièrement des articles et de l'information pertinente sur les facteurs ESG à notre équipe d'investissement.

**Bloomberg ESG** suit l'engagement et la participation des investisseurs militants au fil du temps, et effectue de la recherche sur les facteurs ESG.

Nous préférons généralement fouiller plus loin que les publications ordinaires conçues pour mettre en lumière des activités socialement responsables. Une certaine part de cette information est importante, certes, mais dans la plupart des cas, elle est peu utile pour nous aider à évaluer l'impact véritable des enjeux ESG sur une société émettrice. Nous parcourons plutôt toutes sortes d'outils pour nous forger une vue d'ensemble.

## Annexe II : Obligations vertes

Les obligations vertes sont conçues pour financer des projets nouveaux ou existants qui créent des bienfaits climatiques et environnementaux. Parmi les bénéficiaires des obligations vertes, on compte habituellement les projets de développement durable dans les secteurs de l'énergie, de l'agriculture, des forêts, des transports et de la gestion de l'eau. Le type et la portée des obligations vertes varient, mais la plupart des émissions sont affectées à des projets écologiques et garanties par le bilan de la société émettrice.

Les obligations vertes ont fait leur apparition en 2007 et ont connu une croissance exponentielle au cours des 10 dernières années, en même temps que la progression de l'investissement responsable et l'intégration des critères ESG. Jusqu'en 2017, l'émission mondiale des obligations portant la mention verte a atteint un total de 156 milliards de dollars (US)<sup>8</sup>, comparé à environ 11 milliards de dollars (US) quatre ans auparavant. Pour une communauté financière de plus en plus concentrée sur le développement durable, les obligations vertes offrent un véhicule capable de mobiliser des ressources du marché des capitaux afin de satisfaire cet engagement et remplir les promesses publiques.

Jusqu'ici, les plus grands acteurs dans ce domaine sont les États-Unis, la Chine et la France, qui comptent ensemble pour environ 50 % de toutes les émissions d'obligations vertes. Pour comparer, le marché canadien demeure naissant, avec ses toutes premières obligations vertes lancées en 2014 et qui ont depuis connu une croissance limitée. On connaît actuellement 12 émetteurs d'obligations vertes, et un total d'environ 10 milliards de dollars (CA)<sup>9</sup> d'obligations portant l'appellation verte sont en circulation, la plupart provenant des gouvernements provinciaux. Les obligations vertes de sociétés représentent une toute petite part du marché.

**Une mise en garde importante à propos des obligations vertes concerne l'absence d'entente universelle et de normalisation sur ce qui compose une obligation verte, étant donné que c'est la société émettrice qui appose elle-même l'étiquette verte.**

Les agences de notation telles que S&P et Moody's ont des définitions différentes, comme c'est le cas pour diverses instances dirigeantes. Il existe une grande ambiguïté quant à la répartition précise des produits, même lorsque les obligations portent l'étiquette, car rien dans le prospectus n'oblige l'émetteur à utiliser les fonds dans le but « vert » qu'il a déclaré. Les projets industriels comme le Green Bond Principles<sup>10</sup> et les Climate Bond Standards<sup>11</sup>, de même que les vérifications faites par des tiers, aident à atténuer ce problème, mais les incohérences sont encore énormes.

Dans l'ensemble, nous pensons que les obligations vertes peuvent représenter un placement convenable pour des clients ayant des mandats et des restrictions bien précis ou pour des critères d'admission liés au développement durable. Néanmoins, les attributions aux obligations vertes doivent être soigneusement évaluées au cas par cas, étant donné le manque de liquidité et d'uniformité dans le marché canadien; elles ne doivent surtout pas avoir préséance sur les objectifs de rendement global du portefeuille.

<sup>8</sup> Faits saillants sur les obligations vertes 2017 (2018), Climate Bonds Initiative

<sup>9</sup> Au mois de septembre 2018

<sup>10</sup> Mis sur pied par l'International Capital Market Association

<sup>11</sup> Mis sur pied et supervisé par Climate Bonds Initiative

---

Ce document est fourni par Phillips, Hager & North gestion de placements (PH&N GP) à titre d'information uniquement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N GP. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N GP prend des mesures raisonnables pour offrir des informations qu'elle considère comme à jour, exactes et fiables, au moment de mettre sous presse. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&N GP à la date de publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N GP, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à son exactitude, son intégralité ou son bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient.

PH&N GP est une division de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de la Banque Royale du Canada.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.  
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2019