



mirova

Janvier 2020

#03

Creating Sustainable Value

Comprendre les marchés

Les marchés financiers devraient-ils s'inquiéter des inégalités sociales ?

Agir sur les marchés

MedinCell, une pharma humaniste

S'engager

2020, année de la biodiversité

Mesurer

Impact de nos investissements

Après les progrès de 2019, 2020 s'annonce comme une année charnière pour la finance durable

Don't let it go!

Le 28 novembre dernier, le Parlement Européen a décrété «l'urgence climatique et environnementale». Autant dire qu'une année qui se termine est un peu comme le mouvement du balancier de l'horloge, cet entêtant tic-tac qui nous rappelle à quel point il est urgent d'accélérer une transition juste vers un monde neutre en carbone. Dans ce contexte, 2019 aura apporté, comme souvent, son lot de bonnes et de mauvaises nouvelles.

Les mauvaises nouvelles sont de deux ordres.

Celui du constat d'abord : nous entrons dans la zone de souffrance climatique. Les événements extrêmes se succèdent, le dernier en date chassant le précédent de nos esprits. Cette fin d'année est marquée par une situation dramatique en Australie, avec des

températures qui dépassent les 50 degrés par endroits et des feux de forêts incontrôlables qui rendent l'air irrespirable dans la région de Sydney. Ce n'est malheureusement que la partie visible du constat, celle qui nous laisse entrevoir ce que sera le climat dans quelques décennies si nous n'agissons pas. L'autre partie est parfois moins perceptible, nous avons besoin des scientifiques pour la décrire et pour nous éclairer. C'est ainsi que le 6 mai 2019, le rapport mondial de l'IPBES¹ confirmait le déclin alarmant de la biodiversité sur la planète. Une extinction de masse est en cours. Un million d'espèces terrestres et marines sont en danger de disparition.

Celui de notre capacité d'action, ensuite. L'année 2019 n'aura pas été particulièrement réjouissante en ce qui concerne l'action internationale : le retrait des États-Unis de l'Accord

de Paris est désormais réel. La victoire électorale de Bolsonaro au Brésil a accentué la pression sur la forêt primaire amazonienne. Enfin, la COP25 s'est achevée par une déclaration *a minima*, une réponse bien loin d'être à la hauteur de l'enjeu.

Pour chercher des lueurs d'espoir, il faut se tourner vers l'Europe. Aussi vieux et fatigué soit-il, notre continent montre encore la voie. Lorsque Christine Lagarde, à peine désignée à la tête de la Banque Centrale Européenne, déclare dans son discours au Parlement Européen que la banque centrale doit placer le climat au cœur de sa politique monétaire ; lorsque Mark Carney et François Villeroy de Galhau engagent Banque d'Angleterre et Banque de France sur le chemin des tests de résistance (« stress tests ») climatiques pour les banques ;



¹ Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services ou Plateforme intergouvernementale sur la biodiversité et les services écosystémiques

lorsque l'Union Européenne avance avec détermination dans la mise en œuvre du plan d'action sur la finance durable, en créant une taxonomie des actifs verts, en exigeant plus de transparence de la part des acteurs financiers, en développant des indices bas-carbone ; lorsque la Banque Européenne d'Investissement prend la décision historique de mettre fin au financement des énergies fossiles. Lorsque, enfin, la nouvelle présidente de la Commission lance un ambitieux « EU Green Deal² » : oui, incontestablement, l'Europe montre la voie. Les signes d'optimisme viennent aussi des acteurs privés. Le monde économique a commencé sa mue, celui de la finance lui emboîte le pas. Le monde carboné ne va certes pas disparaître et les inégalités ne vont pas se résorber comme par miracle. Nous en sommes bien loin.

Il y a pourtant des signaux auxquels nous devons nous raccrocher pour en faire des points de bascule. La déclaration cet été de la [Business Roundtable](#), autrement dit des 250 plus grands dirigeants d'entreprises américains, que le temps de la « valeur actionnariale » était révolu et que les entreprises devaient prendre en compte l'impact sur l'environnement et les communautés qui les entourent, constitue une petite révolution. Dans la même veine, lors du G7 Finance à Chantilly au mois de juillet, le ministre de l'économie Bruno Le Maire portait l'ambition de « réformer le capitalisme ». Voilà en effet l'une des clés de cette indispensable transition à laquelle nous aspirons : transformer le système, construire un capitalisme des parties prenantes. Qu'attendre donc de 2020 ? Si la lumière ne surgit pas des négocia-

tions internationales, que ce soit à Kunming en septembre sur la biodiversité ou à Glasgow en novembre pour le climat, il faudra poursuivre inlassablement la mutation de l'économie et de la finance. Nous constatons chaque jour que la prise de conscience des investisseurs progresse, que la demande d'impact environnemental et social est de plus en plus forte. Sur ce chemin, plusieurs risques nous guettent : la résignation d'abord, la croyance fausse que tout doit venir des états, de la régulation ou d'un prix du carbone mondial ; le greenwashing³ ensuite. Au moment où tous les acteurs économiques n'ont plus que le mot « transition » à la bouche, nous devons redoubler d'ambition et dire quelle transition nous voulons et comment nous allons l'accompagner.

•

FOCUS

Les marchés financiers devraient-ils s'inquiéter des inégalités sociales ?

ESG⁴ : et le S dans tout ça ?

Il se dégage dorénavant un large consensus quant à la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre afin d'enrayer l'accélération du réchauffement climatique. Peu de sceptiques balayent encore l'idée qu'il convient d'agir, et vite. L'urgence climatique a ainsi percé parmi les sujets dont pouvoirs publics, populations et entreprises se préoccupent davantage. Dans l'univers financier, le succès croissant des green bonds (obligations vertes) traduit cela très largement, du moins en Europe, où les intervenants de marché ont bien compris les risques qu'induisait

l'orientation des flux de capitaux vers des activités contribuant à rendre la planète moins propice à la vie humaine. Il ne s'agit pas de morale, mais de rationalité. En revanche, ledit monde financier n'éprouve pas le même sentiment d'urgence s'agissant des sujets sociaux, d'où, en partie, le moindre développement des social bonds (obligations sociales).

Sans doute les marchés, lieux d'échange des actifs et de fixation de leurs prix, n'ont-ils pas perçu jusque-là l'influence que pouvaient avoir les questions sociales sur la valorisation des actions, obliga-

tions, options et autres produits financiers qu'ils traitaient. Après tout, ils n'ont pas pour fonction de jauger le degré de justice sociale, si tant est que cela se puisse. Pourtant, une fois qu'elles ont franchi certains seuils, les inégalités sociales ne peuvent que devenir un paramètre important pour eux : en tant que facteur d'accumulation de risques d'abord, mais aussi parce que des sociétés inégalitaires ne s'avèrent en fin de compte guère favorables au développement économique en soi.

² Nouvelle donne verte pour l'Union Européenne

³ Écoblanchiment

⁴ Environnement Social Gouvernance

Écarts de revenus partout, classes moyennes nulle part

L'accroissement des écarts de revenus, puis de patrimoine, présente en effet deux inconvénients pour les marchés, qui malheureusement les négligent :

- il accroît la probabilité d'instabilité du système politique correspondant, qui peut alors muter en régime autoritaire pour juguler les contestations suscitées par des inégalités que ne toléreraient plus les populations. Les marchés ne tirent que rarement profit de pareils régimes, qui consomment trop de ressources pour assurer la coercition qu'ils doivent exercer, ce aux dépens d'autres activités économiques plus porteuses ou générant des effets de prospérité mieux diffusés. En outre, l'existence d'inégalités favorise la généralisation des pratiques de corruption, dont les effets délétères s'opposent en théorie comme en pratique à une allocation du capital efficiente. Que certains acteurs économiques puissent y trouver leur compte quelque temps ne fait aucun doute, mais par définition, ils empêchent le développement d'autres acteurs plus efficaces ;
- il correspond à un affaiblissement des classes moyennes, moteur



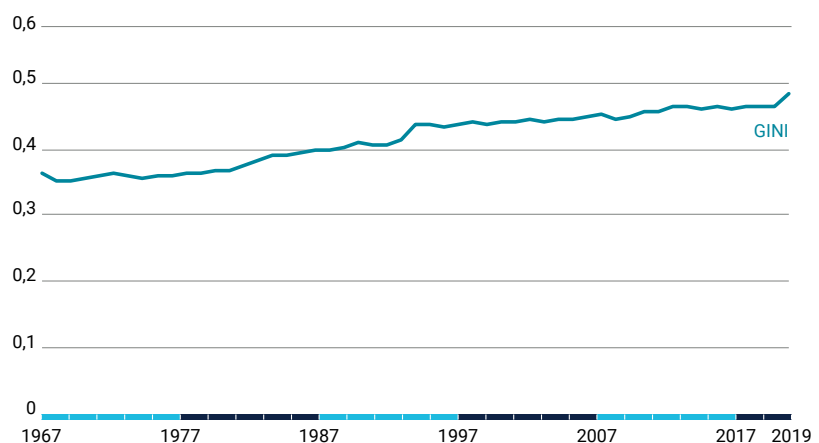
de la consommation en Occident depuis près d'un siècle et en Chine depuis plus d'une décennie. La contribution des plus privilégiés à la valeur ajoutée, par des consommations discrétionnaires accrues et un panier moyen plus onéreux, notamment via les produits de luxe selon un schéma qu'avait identifié Keynes, ne suffirait pas à compenser la perte du potentiel de consommation d'une classe moyenne étoffée. Paradoxalement, le luxe n'a rien d'une richesse. Ces deux phénomènes convergent.

L'existence d'une vaste classe moyenne constitue le socle de la plupart des démocraties qui ont émergé depuis le XIX^e siècle. Or, les marchés n'avaient guère à se poser la question des inégalités sociales jusque-là. Il ne s'agissait ni de leur domaine de compétence, ni d'un risque identifié, puisque les structures économiques dont ils devaient valoriser les acteurs dans les aires où ils prédominent, en clair l'Occident, avaient pour cadre l'existence de classes moyennes majoritaires.

Le GINI* du mal

La question consiste donc à savoir si ce cadre disparaît. Le cas échéant, les marchés devraient apprendre à en tenir compte, car la possibilité que ce changement leur nuise à terme risque, selon nous, d'augmenter. Or, plusieurs indicateurs, macro-économiques comme politiques, traduisent bel et bien un étiolement voire une paupérisation des classes moyennes en Occident. Mentionnons les mouvements sociaux en France, l'affaiblissement des partis politiques ayant longtemps promu une mondialisation de plus en plus perçue comme facteur de creusement des inégalités ou son corollaire, l'émergence d'offres alternatives

FIG.1 COEFFICIENT DE GINI* POUR LES ÉTATS-UNIS



* Le coefficient de GINI est un indicateur de mesure des inégalités de revenus. À zéro, le coefficient indique une égalité parfaite, à un une inégalité totale (un foyer gagnerait l'ensemble des revenus). Source : Census Bureau

se proposant de réguler ou limiter les échanges. Mentionnons surtout l'explosion à la hausse du coefficient de GINI qui bat des records aux États-Unis (voir figure 1).

Pour le moment, l'effet mécanique des taux bas retarde et estompe cette altération de la trame sociale de bien des économies. Néanmoins les impacts marginaux de cette

politique monétaire dominante en Europe, au Japon, au Royaume-Uni et dans une moindre mesure aux États-Unis, tendent désormais à s'atténuer. Il devient pragmatique pour les investisseurs, et donc pour les marchés, de s'intéresser aux inégalités sociales, au sens large. De même qu'il s'avère collectivement néfaste, sinon absurde, de

financer des activités qui dégradent les conditions climatiques, il apparaît comme collectivement contre-productif d'octroyer des capitaux à des agents qui abîment, sciemment ou non, l'environnement social, car ils contribuent à détruire un cadre favorable au développement économique.

Social bonds, droits de vote : les outils existent, les investisseurs n'ont plus qu'à s'en emparer

Ceux qui partageraient nos vues admettront qu'élaborer les outils de mesure des inégalités demeure un exercice délicat. Certains existent néanmoins :

- Les porteurs obligataires disposent des social bonds, qui aident à fléchir leurs investissements vers des émetteurs favorisant le maintien des équilibres sociaux : facilitation de l'accès au capital de connaissances, aux logements salubres, aux infrastructures de soins ou de transports, à une alimentation de qualité, à l'eau, au micro-financement, aux emplois justement rémunérés ;

- Les actionnaires ont les droits de vote pour remplir leur rôle, car influencer sur la gouvernance des entreprises fait partie de leurs prérogatives. Pour indirecte qu'elle apparaisse, leur action n'en touche pas moins

au cœur même du système. Les sphères académique comme patronale délaissent le concept de shareholder value⁵ (cf newsletter 1, p. 3) ; reste à passer de la parole aux actes. Les avancées qui le permettraient comprennent I) l'intégration de représentants des salariés aux conseils d'administration, II) le développement de politiques de rémunérations incluant, au-delà de la transparence sur celles des dirigeants, des critères d'équité expliquant comment et par quels mécanismes les salariés bénéficient de la création de valeur, quels sont les écarts entre les salaires les plus bas, le médian et les plus hauts et comment la rémunération des dirigeants tient compte de la création de valeur pour l'ensemble du corps social, puis III) la diffusion de produits et services adaptés aux

populations les plus démunies, en particulier pour les besoins de base.

Certains penseront ces thématiques idéalistes voire illusoire puisqu'elles aboutiraient, pour les pourvoyeurs de capitaux, à promouvoir des mesures desservant leurs intérêts. Cela revient à confondre voracité de court-terme avec raison de moyen/long terme. Aucune économie ne saurait prospérer sur la base d'une société inégalitaire, bien au contraire. Il est de l'intérêt des actionnaires et des porteurs obligataires de favoriser une économie inclusive, dont la croissance bénéficie à tous, la rendant par là-même soutenable. Il s'agit, quoi qu'il en soit, du chemin qu'a choisi d'emprunter Mirova au nom des investisseurs qui lui font confiance.

•

L'essentiel sur les marchés

2019, une année singulière

L'année 2019 a été singulière à bien des égards. Par exemple, l'ensemble des actifs risqués ont affiché de très fortes hausses. C'est particulièrement le cas des actions avec des progressions de près de 30 % aux États-Unis et de près de 25 % en Europe, soit leurs meilleures performances depuis

la crise de 2008. Pour autant, on ne saurait parler d'euphorie car, à l'exception des mois de janvier et décembre, la classe d'actif a subi une décollecte massive et continue tout au long de l'année. Dans un contexte de tensions commerciales et de risques géopolitiques, les investisseurs sont restés

majoritairement pessimistes et ont préféré porter leurs allocations vers les actifs obligataires.

Les mouvements de l'été dernier ont été particulièrement symptomatiques de la nervosité qui n'a pas quitté les investisseurs de l'année. Il a suffi d'une énième provocation du président américain à l'encontre de

5 Valeur actionnariale

la Chine, concomitante d'un chiffre macro décevant, pour que les salles de marché ne parlent plus que de risque de récession et de fin de cycle, entraînant des mouvements de quasi panique avec ruée sur les valeurs refuge (l'or !) et que la courbe des taux s'inverse.

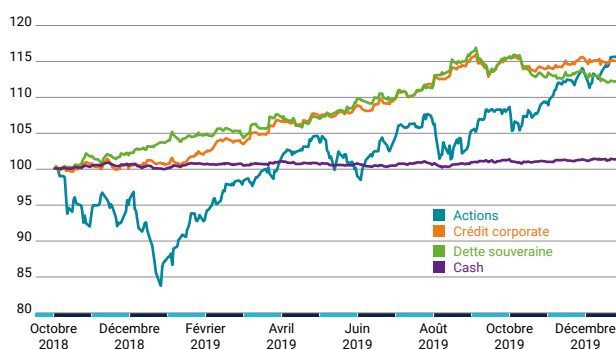
Il est vrai que l'année dernière a confirmé le ralentissement de l'économie mondiale, amorcé fin 2017. L'année 2019 n'affichait « que » 3,1 % de croissance de PIB réel mondial estimé, après 3,6 %

en 2018. La croissance a fléchi dans tous les grands pays, l'Allemagne a été tout particulièrement affectée. En cause, la difficulté à appréhender la vitesse du ralentissement chinois, la hausse des droits de douane pesant sur le commerce mondial et l'exacerbation de l'incertitude géopolitique (conflits commerciaux, Brexit...) qui ont affaibli la visibilité et conduit à retarder les projets d'investissement.

Cette conjoncture morose a pesé

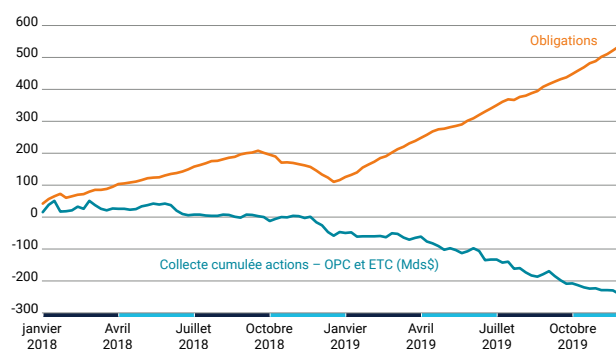
sur les résultats des entreprises dont les bénéfices par action sont restés quasiment atones en 2019, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Une conjoncture macro-économique morose, des résultats en berne, des investisseurs inquiets se réfugiant vers des classes d'actifs moins risquées... et pourtant une hausse spectaculaire des marchés ! Comment expliquer ce phénomène ?

FIG.2 MONDE : PERFORMANCE DES GRANDES CLASSES D'ACTIFS (EN €, BASE 100 AU 01/10/18)



Sources : Bloomberg, Mirova

FIG.3 COLLECTE CUMULÉE – OPC ET ETF

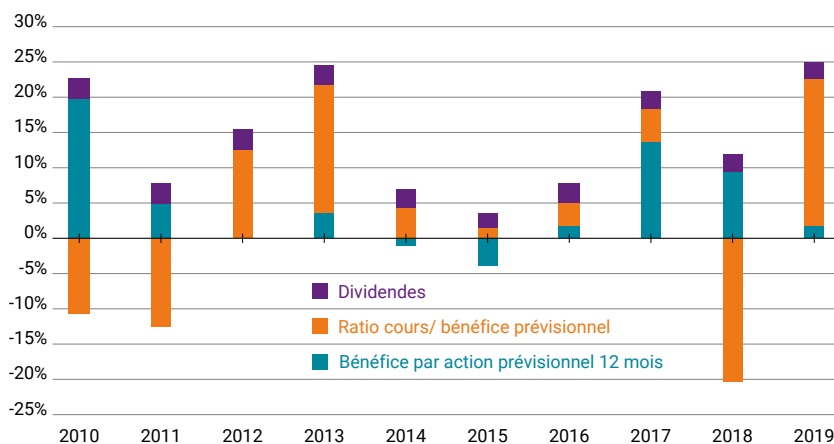


Sources : Bloomberg, ICI, Mirova

Comment expliquer la hausse spectaculaire des marchés actions en 2019 ?

La principale explication de la hausse de 2019 est bien évidemment la baisse de 2018 ! En effet, si l'on prend du recul et que l'on décompose la performance des deux dernières années, le renchérissement des marchés actions est finalement relativement modéré. La hausse de 28,4 % de l'indice actions globales MSCI fait suite à une baisse en 2018 de 8,2 %, ramenant la hausse sur 2 ans à « seulement » 17,9 %. Sur ces 17,9 %, 5,5 % de la hausse provient des dividendes distribués et près de 11 % de la croissance des bénéfices par actions (pour une hausse cumulée de l'économie de près de 7 % en 2 ans). Le renchérissement du marché actions a donc été *in fine* très faible

FIG.4 CONTRIBUTION À LA PERFORMANCE DU MSCI WORLD (PAR ANNÉE CALENDRAIRE)



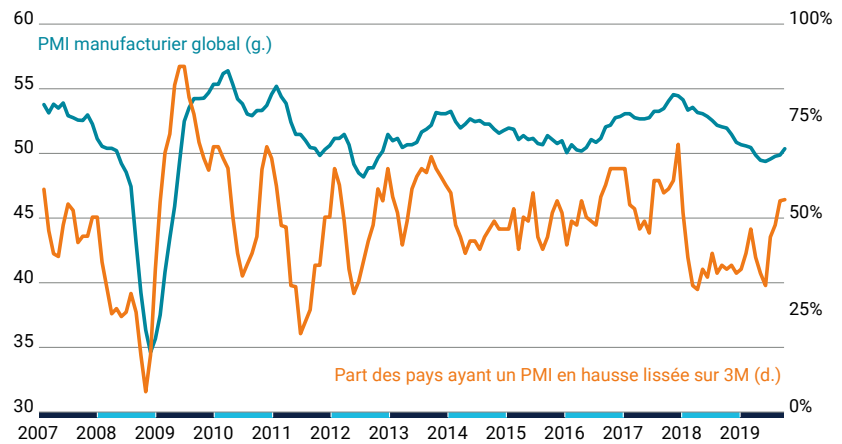
Sources : Les cahiers verts de l'économie, Mirova

sur les deux dernières années.

La seconde explication tient au fait que malgré divers soubresauts et péripéties, le régime macro-économique n'a pas été fondamentalement modifié. Quoiqu'en ralentissement, l'économie mondiale continue de croître à un rythme toujours supérieur à 3%. L'activité manufacturière globale s'est contractée l'année dernière mais sans contagion au reste de l'économie. Les secteurs des services et de la construction, moins exposés que l'industrie aux aléas du commerce mondial, ont bien résisté, témoignant de la solidité de la demande intérieure, y compris en Europe. Les économies ont continué à créer de l'emploi et la consommation a tenu. Par ailleurs, depuis quelques mois les PMI⁶ manufacturiers se stabilisent voire rebondissent pour de nombreux pays avec des ratios de nouvelles commandes sur inventaires repassant au-dessus de 1, ce qui est plutôt encourageant. D'ailleurs, certains prédisent une mini-reprise du cycle manufacturier suite à la contraction des 18 derniers mois. Quant aux deux séries à rebondissements (guerre commerciale sino-américaine et Brexit), la première saison se conclut plutôt sur des notes optimistes (en attendant de voir ce que la seconde saison nous réserve...)

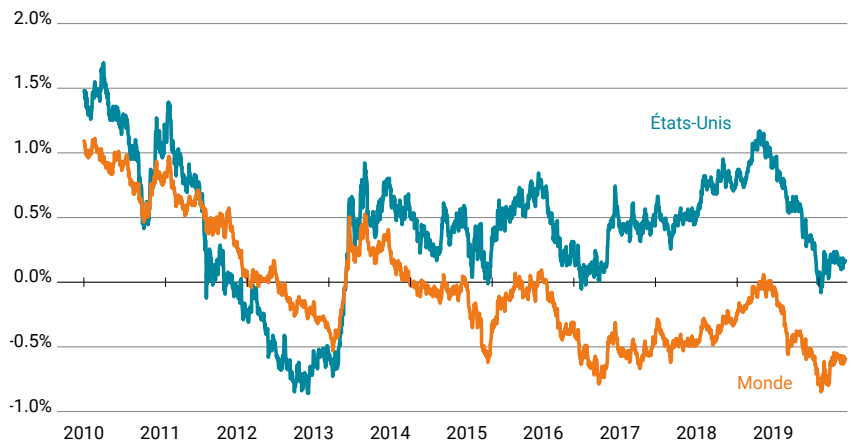
La troisième explication, la plus importante sans doute, est l'action des banques centrales. Elles maintiennent des politiques plus qu'accommodantes avec non seulement des taux directeurs bas mais aussi un arsenal de mesures non orthodoxes de rachats d'actifs. Souvenons-nous : en décembre 2018, la Réserve Fédérale américaine (Fed) réduisait son bilan et augmentait pour la 9^e fois son taux directeur de 25 points de base, tandis que la BCE préparait le marché à une normalisation monétaire. Dans un contexte économique porteur, il s'agissait alors de « désintoxiquer » les marchés et pour les banquiers

FIG.5 PMI MANUFACTURIER GLOBAL ET INDICE DE DIFFUSION PAYS



Sources : Les cahiers verts de l'économie, Mirova

FIG.6 MONDE : TAUX LONGS RÉELS (VIA LES TIPS)



Sources : Les cahiers verts de l'économie, Mirova

centraux de retrouver des marges de manœuvre en cas de coup dur. La baisse brutale des marchés faisant craindre un effet richesse négatif et un ralentissement trop brutal de l'économie, cette idée d'un retour à une orthodoxie monétaire a fait long feu. Un an plus tard, la Fed a fini par réduire par trois fois ses taux et a repris ses achats d'actifs de façon à augmenter la liquidité disponible pour les banques. Toutes les autres banques centrales ont ajusté leur politique monétaire en conséquence, notamment la BCE (baisse du taux de dépôt, assouplissement quantitatif, etc.)



6 Purchasing Manager Index, ou indice des directeurs d'achat

Perspectives 2020

Notre scénario central est celui d'une poursuite de la hausse des actifs risqués sur 2020, avec toutefois une performance ajustée du risque revue à la baisse par rapport à l'année passée. Nous tablons donc sur une hausse plus modérée, de l'ordre de 10% pour les marchés actions, avec une préférence pour les actions européennes et anticipons une légère appréciation pour les obligations d'entreprises de la zone euro. Plusieurs raisons expliquent ce scénario :

Les banques centrales resteront accommodantes. Nous anticipons

une longue période de revue stratégique durant laquelle les taux devraient rester stables aussi bien du côté de la Fed que du côté de la BCE: pas de normalisation monétaire en vue, voire des baisses supplémentaires si nécessaire, de façon à éviter tout risque de récession.

L'activité sera soutenue par des politiques budgétaires expansives en Europe (France, Royaume-Uni, Pays-Bas notamment) compte tenu de l'environnement de taux durablement bas. Cela devrait avoir des effets positifs sur l'économie réelle dans les prochains trimestres

(augmentation des dépenses et réduction d'impôts). Toutefois nous n'attendons pas, hélas, de plan de relance budgétaire d'ampleur en Allemagne.

La reprise de l'activité manufacturière, certes déjà partiellement anticipée par le marché, pourrait s'accélérer compte tenu de l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et d'une situation politique clarifiée à court terme au Royaume-Uni. La confiance des entreprises devrait commencer à s'améliorer, ce qui permettrait de normaliser le niveau d'investissement et donner lieu à une phase de restockage.

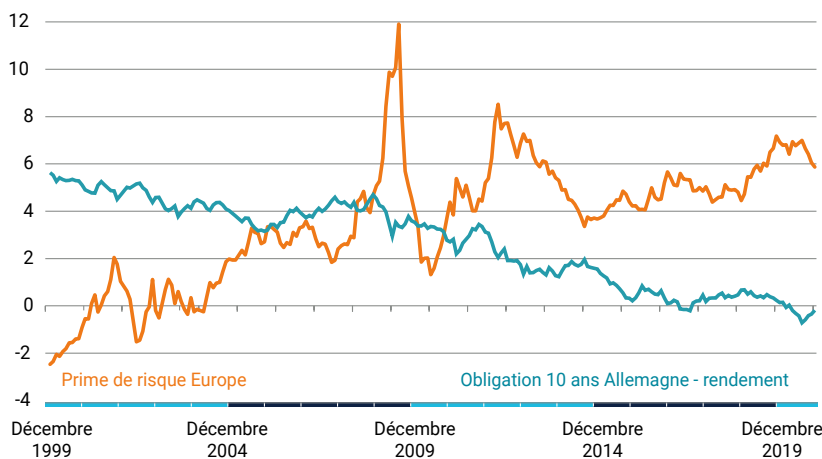
Les dynamiques d'emploi et de consommation restent très solides aux États-Unis et en Europe et constituent les principaux contributeurs à la croissance.

On s'attend à un retour des investisseurs américains sur certains segments du marché européen. L'écart de croissance entre les États-Unis et l'Europe devrait se resserrer dès 2020 et le risque « politique » davantage toucher les États-Unis l'année prochaine, compte tenu du risque associé aux élections présidentielles.

Plus globalement, la demande mondiale pour les marchés actions en 2020 devrait augmenter (flux en provenance des investisseurs particuliers notamment) alors que l'offre mondiale devrait baisser (les émissions de nouvelles actions ralentissent, les programmes de rachats d'actions s'intensifient).

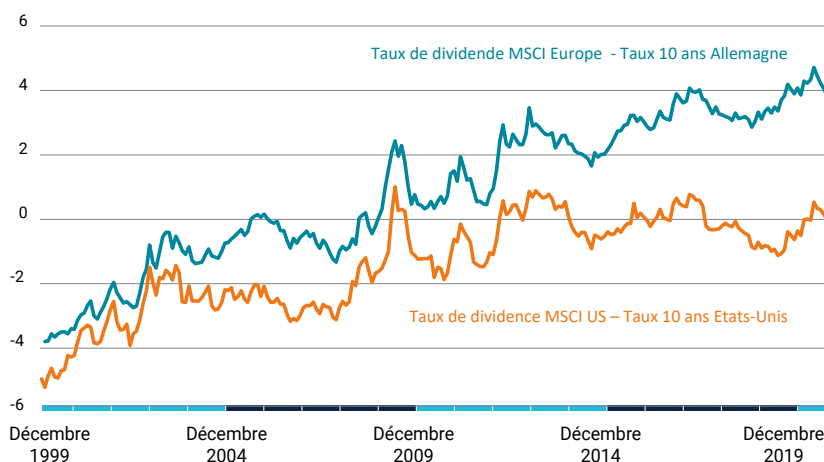
Enfin, les valorisations des actions par rapport aux autres classes d'actifs, notamment les obligations, restent attractives alors que le positionnement des investisseurs sur cette classe d'actif est plutôt neutre. Néanmoins, l'effet positif des banques centrales sur la valorisation des actifs risqués est en grande partie derrière nous et l'accélération de la croissance attendue pour 2020 déjà partiellement anticipée par le marché. C'est pourquoi nous tablons sur une

FIG.7 PRIME DE RISQUE EUROPE VS TAUX ALLEMAND 10 ANS



Sources : Factset, Mirova

FIG.8 ECART ENTRE LES TAUX DE DIVIDENDES MSCI EUROPE ET ÉTATS-UNIS ET LES TAUX 10 ANS ALLEMAND ET ÉTATS-UNIS



Sources : Factset, Mirova

appréciation certes, mais modérée, des actions et plus globalement des actifs risqués cette année.

Plusieurs événements sont de nature à remettre en cause ce scénario central et nécessiteront une gestion active du risque.

Les risques géopolitiques tout d'abord. À l'heure où nous écrivons ces lignes, l'Iran vient de riposter à l'assassinat d'un de ses généraux par l'armée américaine via des tirs de roquettes visant deux zones militaires en Irak. Aucune victime n'est à déplorer, pas de nouvelles menaces militaires américaines, l'heure semble à l'apaisement. Sans ignorer ces risques, nous ne pensons qu'aucune des deux parties n'a intérêt à la surenchère et qu'une désescalade est le scénario le plus crédible.

Les élections présidentielles américaines pourraient également peser sur les marchés. La polarisation extrême est en soi source de nervosité et de volatilité et certaines des propositions avancées, comme la forte hausse de la fiscalité et le démembrement des GAFA⁷, seraient de nature à peser négativement. Il est néanmoins trop tôt pour savoir quel(s) sera(seront ?) le(s) candidat(s) et si les mesures de début de campagne seront celles de début de mandat...

Au-delà de ces facteurs de risque à court-terme, nos principales inquiétudes restent les mêmes. Le capitalisme saura-t-il se réformer ou se réinventer pour surmonter les deux risques systémiques que sont la crise environnementale (changement climatique et destruction des écosystèmes) et la montée des inégalités qui sapent le pacte social inter et intra générationnel ? Ces deux risques peuvent à tout moment générer des accès de violence destructeurs (catastrophes naturelles, révoltes) et/ou

FIG.9 RATIO COURS / BÉNÉFICES 12 PROCHAINS MOIS - EUROPE



Sources : Factset, Mirova

FIG.10 RATIO COURS / BÉNÉFICES 12 PROCHAINS MOIS - ÉTATS-UNIS



Sources : Factset, Mirova

chercher recours en des régimes politiques coercitifs aux conséquences humaines et économiques désastreuses.

Face à ces risques protéiformes nous ne pouvons qu'opposer l'optimisme de la volonté en investissant dans les entreprises les mieux-disantes en matière environnementale et sociale, tant pour l'impact qu'elles peuvent avoir sur la société que pour leur capacité à tirer profit de leur positionnement avant-gardiste.

⁷ Google Amazon Facebook Apple

Green bonds⁸ : douze ans déjà, et la vie devant soi...

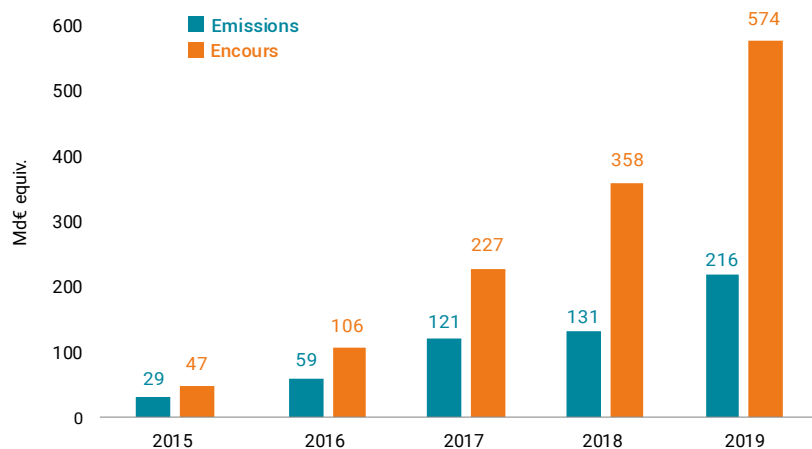
Depuis la première émission du Climate Awareness bond⁹ en 2007 par la Banque Européenne d'Investissement (BEI), le marché des green bonds a gagné une place privilégiée auprès de nombreux émetteurs, au point d'atteindre aujourd'hui les 574 Md€¹⁰. Rien qu'en 2019, l'équivalent de quelques 200 Md€ d'obligations vertes a été placé. À cette cadence, la barre symbolique des 1 000 Md\$ semble à portée de main. Ce volume doit pourtant se comparer aux 115 000 Md\$ du marché obligataire dans son ensemble¹¹. Ainsi, malgré leur forte croissance, les obligations vertes ne représentent toujours que 0,5% des encours et présentent donc un potentiel important d'expansion, trop peu exploité.

Autrefois réservées à une minorité d'émetteurs européens pionniers leur ayant accordé le crédit qu'elles méritaient, les obligations vertes se démocratisent. Elles se diversifient également et revêtent désormais

plusieurs formes, notations ou rangs de subordination : ont été émises des obligations senior, des obligations sécurisées (covered bonds), des dettes hybrides, des dettes subordonnées, des Tier 2 assurancielles (cf. Newsletter 2 p.9) et bancaires (cf. la banque sud-coréenne [Shinhan Bank](#)), des « sukuk », ces titres conformes aux préceptes de la finance islamique, et même une obligation convertible contingente (CoCo/AT1) sous forme de placement privé en Corée, via [Kookmin Bank](#)¹². 2019 a certainement vu pléthore d'innovations, certaines obligations vertes arborant même des subtilités contractuelles d'un genre nouveau, donnant lieu à de vraies mutations. C'est le cas par exemple des obligations dédiées aux Objectifs de Développement Durable (SDG-linked¹³) ou à la transition (transition bonds, un thème évoqué plus tard dans cette parution). En termes d'émetteurs, une vaste palette de

secteurs, si ce n'est l'intégralité, est dorénavant représentée. Bien sûr, si certains émetteurs sont motivés par une réelle conviction que cet instrument constitue la meilleure façon de mettre en valeur la qualité de leurs pratiques ou de leurs produits, d'autres viennent sur ce marché par opportunisme, dans le but d'accroître leur base d'investisseurs. Mais force est de constater que tous y viennent, permettant au marché de croître et se diversifier. On peut encore regretter une certaine timidité de la part des gouvernements – dont les obligations vertes cumulées approchent les 50 Md€ répartis sur une poignée d'états – dans un marché où dominent les entreprises et agences/supranationaux. Cependant, les divers plans de relance budgétaire annoncés à travers le monde pourraient être à même de changer la donne.

FIG.11 EMISSIONS ET ENCOURS DE GREEN BONDS DEPUIS 2015 (EN MD€ ÉQUIVALENTS ; N.B. : TAUX DE CHANGE À L'ÉMISSION)



Sources : Mirova Gestion Obligataire sur la base de données Bloomberg agrégées au 10/12/2019

8 Obligations vertes

9 Obligation climatiquement responsable

10 Source : Mirova Gestion Obligataire sur la base de données Bloomberg agrégées au 10/12/2019

11 Sources : données « Global Debt Monitor » IIF – Institute of International Finance à fin juin 2019 publiées en novembre

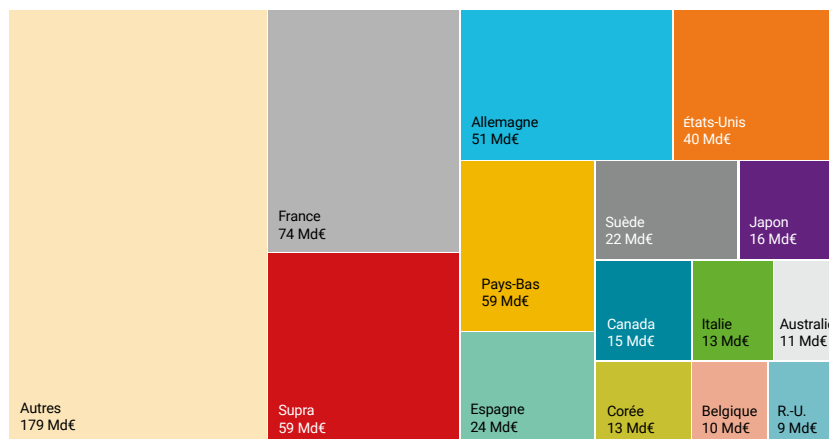
12 Sources : Global Capital Asia, article publié le 26/06/2019

13 SDG : « Sustainability Development Goals » ou « Objectifs de développement durables » définis par l'ONU

Quand les géants s'éveilleront... aux green bonds

L'éveil plus ou moins tardif des géants que sont la Chine et les États-Unis s'avère crucial pour le marché : malgré leur apparente réticence à s'engager sur les problématiques environnementales, celui-ci viendra. La question est de savoir lequel de ces deux géants se fera le plus attendre. La Chine a d'ores et déjà émis 17 % des obligations vertes en circulation – certes d'une qualité souvent discutée. Et si les États-Unis peinent à passer les 7 %, ils auront émis cette année autant de green bonds que la France et l'Allemagne. Les tendances semblent donc encourageantes, en dépit des réticences parfois constatées.

FIG.12 ENCOURS DE GREEN BONDS PAR PAYS D'ORIGINE
(EN Md€ ÉQUIVALENTS ; N.B. : TAUX DE CHANGE À L'ÉMISSION)



Sources : Mirova Gestion Obligataire sur la base de données Bloomberg agrégées au 10/12/2019

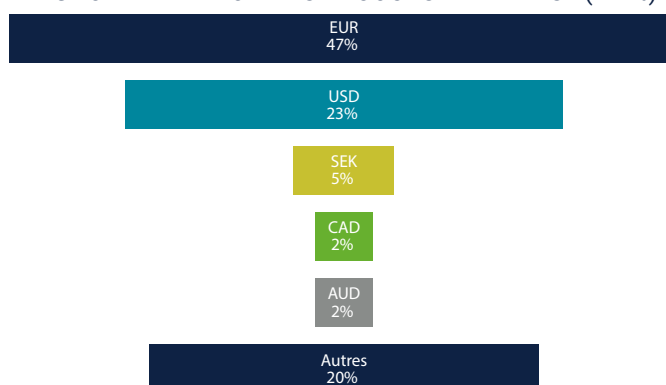
L'Europe ne suffit pas

Ce bond en avant devra se poursuivre pour éponger une demande qui ne cesse de croître. L'offre ne satisfait en effet structurellement plus la demande : preuve en est les taux de souscriptions. Le 26 novembre dernier, avant-veille de Thanksgiving, ceux-ci battaient des records. Malgré l'avalanche d'émissions réalisées ce jour-là – pas moins de huit émissions vertes sans compter les émissions conventionnelles¹⁴ – la demande n'a pu être satisfaite. Les carnets d'ordres explosaient et l'émission

verte d'une grande banque a été sursouscrite six fois. Les quelques 125 Md\$ collectés sur les fonds obligataires « Investment Grade¹⁵ » en Europe en 2019 ont certainement amplifié ce phénomène en fournissant un surplus de demande conséquent pour le marché obligataire¹⁶, obligations vertes incluses. La granularité des clients recherchant ces dernières n'a jamais été si large, puisqu'elles attirent désormais des investisseurs traditionnels aussi bien que ceux plus soucieux

de l'environnement. Pourtant, les obligations vertes sont encore loin de leur optimum. Aussi, elles restent concentrées sur un spectre de devises encore trop étroit : l'euro domine largement avec près de 47 % des émissions devant le dollar et ses 23 %. Les autres devises, à la traîne, sont sous-représentées. Le berceau des green bonds se situe en Europe, mais ils doivent en sortir pour poursuivre leur croissance au-delà du vieux continent...

FIG.13 RÉPARTITION DES ENCOURS PAR DEVISE (EN %)



Sources : Mirova Gestion Obligataire sur la base de données Bloomberg agrégées au 10/12/2019

¹⁴ Sources : Bloomberg, BondRadar, Informa Global Markets

¹⁵ obligations de qualité supérieure

¹⁶ Sources : EPFR Global, BofA Merrill Lynch, flux cumulés des fonds euro IG depuis le début de l'année, chiffres du 29/11/2019

Banques et assureurs en ont encore sous le pied

Deux secteurs notamment pourraient accroître encore la demande, qui disposent de liquidités conséquentes et disponibles : les banques (en encours) et dans une moindre mesure

les assureurs (en flux continu). Ajoutons-y les banques centrales, aujourd'hui en plein conflit intérieur par peur d'enfreindre leur dogme de « neutralité sur les marchés » et d'engendrer des effets d'éviction.

Libérée de ses chaînes, la BCE pourrait s'emparer des quelques 62,6 Md€ d'obligations vertes libellées en euro¹⁷ et éligibles au programme d'achats d'obligations d'entreprises (CSPP¹⁸).

ARGENT QUI DORT : LES BANQUES EUROPÉENNES CUMULENT AU MOINS 1 956 MD€ DE DÉPÔTS À VUE

Taux bas, exigences prudentielles : les liquidités s'amassent dans les banques dans un vaste mouvement de thésaurisation « forcée » : qu'en faire ? Ce sont mi-septembre 1 956 Md€ qui dorment dans les banques centrales, sous forme de dépôts à vue¹⁹. Une véritable « trappe à liquidité » se met en place, probablement la plus importante de toute l'histoire économique. En-dessous d'un certain taux d'intérêt, l'assouplissement ou la baisse des taux deviennent contreproductifs, puisque les banques préfèrent conserver l'argent liquide plutôt que de l'investir.

Il y a plusieurs raisons à cela. Parmi elles l'obligation d'émettre des dettes destinées à absorber des pertes, celle de respecter des ratios de liquidités ou encore le coût d'opportunité lié aux investis-

sements, en termes de consommation de fonds propres. En effet un dépôt est pondéré à 0 % là où un prêt immobilier l'est à 25 % au minimum, une obligation à 50 % si elle est notée A et 75 % si elle est notée BBB²⁰. Cela pour une différence de rendement parfois bien maigre, qui n'incite pas à déployer ses dépôts mais au contraire à laisser l'argent dormir. La décennie de restructuration du secteur et l'assouplissement monétaire ont aussi joué leur rôle : les liquidités récoltées par les banques ont rarement été réallouées, par aversion aux risques. Les opérations d'injection de liquidités, qui ont dépassé les 700 Md€²¹ sur le second semestre 2019, n'ont fait qu'intensifier le phénomène.

Pour libérer l'argent qui dort, une impulsion réglementaire est à envisager. Première solution explorée : le « green weighting factor²² », qui

permettrait d'alléger les exigences en capital pesant sur les banques et de les inciter à investir plus dans les entreprises vertes. Aujourd'hui, en clair, la rémunération d'une obligation verte pour une banque ne diffère en rien de celle d'une obligation conventionnelle. Ce « green weighting factor » peut changer la donne en rendant l'obligation verte moins coûteuse et en lui permettant d'avoir un meilleur rendement sur fonds propres.

À défaut d'être plus présentes en qualité d'acquéreurs d'obligations vertes, les banques, nous l'avons vu, ne cessent en revanche d'innover lorsqu'il s'agit d'inventer de nouvelles structures pour leurs clients émetteurs. Elles semblent notamment promouvoir des obligations d'un nouveau type : les « transitions bonds ».

« Transition bonds » : en avant pour une transition ?

En 2019, on n'entendait, sur le marché des obligations durables, parler que des dernières arrivées, les fameuses « transition bonds », ou « obligations dédiées à la transition ». Mais de quoi s'agit-il ? Quelle est cette transition ? S'agit-il

bien d'une transition qui permet de limiter le réchauffement à 2°C et de promouvoir une économie durable ? Autrement dit, ces obligations permettent-elles bien la transition que nous, chez Mirova, appelons de nos vœux ?

Les obligations vertes ont mis en évidence la façon dont les marchés de la dette pouvaient favoriser un monde plus vert et plus durable. Elles ont apporté un degré de transparence et de responsabilité jamais vu sur les marchés auparavant.

17 Sources : chiffres Bloomberg au 31/10/2019

18 Corporate sector purchase programme

19 Sources : [statistiques datées du T2-2019 du superviseur bancaire européen soit la BCE](#)

20 Sources : [version finale des réformes de Bâle 3 par la banque des règlements internationaux](#)

21 Sources : BCE, page « [Open market operations](#) »

22 Facteur de pondération verte

Elles ont également fait le lien, direct, entre investissement et impact. Chaque investissement a un impact, bien sûr, mais le marché des obligations vertes, avec ses exigences en matière de reporting et de traçabilité, a permis aux investisseurs crédit de mesurer le leur. Et à cet égard, nous sommes convaincus que toute initiative exigeant des émetteurs

une transparence accrue sur leurs financements va dans le bon sens. Cependant, pour les investisseurs à la recherche d'impact environnemental et social, il est particulièrement important de pouvoir prouver, voire mesurer, la contribution de leur investissement à la transition vers un mode plus durable. La transparence devient une fin en soi. Or le problème des obliga-

tions dédiées à la transition, telles qu'elles sont définies aujourd'hui, est leur manque d'ambition. Leur seul bénéfice est d'améliorer l'empreinte environnementale des industries très carbonées. Au lieu de soigner le mal, de s'attaquer aux grands défis environnementaux auxquels nous faisons face, ces obligations ne font qu'en traiter les symptômes.

Ces objectifs qui nous lient...

Une autre nouveauté qui a marqué l'année 2019 est l'émission par [Enel](#) de la première obligation dédiée aux Objectifs de Développement Durable (SDG-Linked). Inspirée du fonctionnement des emprunts à impacts, cette obligation permettra à Enel de réduire son coût de financement si la société parvient à atteindre certains objectifs définis dans sa stratégie de développement durable : 55 % de capacité énergétique provenant de sources renouvelables d'ici 2021, et une réduction des émissions de gaz à effet de serre pour passer sous la barre des 125g de CO₂ par KWh²³. En revanche, si l'entreprise ne parvient pas à atteindre ces résultats, le coupon de l'obligation augmentera de 25 points de base, faisant monter d'autant le coût de financement d'Enel.

Cette initiative a été chaleureusement accueillie par certains

acteurs du marché. En se mettant à risque financièrement pour atteindre les objectifs de développement durable, les émetteurs « risquent leur peau » ce qui, par certains aspects, est intéressant. Cependant, on comprend bien qu'en revanche, la non atteinte des objectifs augmente la rentabilité de l'obligation là où l'atteinte des objectifs, elle, se traduit, pour les investisseurs par une performance moindre. Si le but est d'attirer de plus en plus d'investisseurs et de les inciter à financer la transition vers un monde plus durable socialement et environnementalement, cela semble être la dernière chose à leur dire. Les instruments financiers devraient être structurés de façon à permettre aux investisseurs d'obtenir à la fois une performance financière et des impacts environnementaux et sociaux positifs, la performance financière ne devant

pas se faire au détriment de ces objectifs (ou vice versa).

Des questions existent également sur l'effet que produiraient ces titres sur le marché. Il s'agit d'obligations corporate classiques (les fonds ne sont pas fléchés vers certains projets), émises par des sociétés qui s'engagent à atteindre certains objectifs de développement durable. Ces obligations lient donc ces objectifs à l'ensemble de la stratégie et des opérations de l'entreprise. Reste-t-il encore de la place pour l'émission par ces entreprises d'une obligation verte permettant d'investir dans des projets verts uniquement (sachant que ces projets sont déjà théoriquement financés par l'obligation dédiée aux objectifs de développement durable) ? Et si oui, à quel taux ?

2020 et au-delà

Alors que le marché réfléchit à la meilleure façon de faire prospérer ces nouveaux produits, il ne doit pas perdre de vue le fait que les obligations vertes n'ont pas encore atteint leur plein potentiel et ont toujours besoin d'attention. Comme mentionné précédem-

ment, en termes de financement, nous sommes encore loin d'être en ordre de marche pour atteindre l'objectif de 2 °C de réchauffement et la transition vers un monde durable. Les obligations vertes, avec leur transparence accrue et leur lien avec les projets verts,

jouent un rôle important dans cette transition. Le développement de nouveaux produits doit donc se faire d'une manière qui permette au marché des obligations vertes de poursuivre son développement, et ne pas être étouffé avant d'avoir eu temps de croître pleinement.

23 source: Enel

MedinCell, une pharma humaniste



Société pharmaceutique technologique française, [MedinCell](#) est avant tout une aventure humaine inspirée par deux dirigeants visionnaires, et incarnée par la centaine de collaborateurs actionnaires détenant plus de 46 % du capital de l'entreprise. Sa singularité, qui fait aussi sa force, c'est une vision partagée par l'ensemble de ses parties prenantes de sa mission clairement énoncée dans ses statuts : « donner accès à tous aux traitements tout en plaçant les collaborateurs au cœur du développement de la société ». Faisant fi du modèle de gouvernance actionnarial qui a prévalu au cours des dernières décennies, MedinCell montre la voie d'un nouveau modèle de gouvernance partenariale à même de concilier rentabilité économique sur le long terme et intérêt général.

L'histoire de MedinCell commence en 2003 avec le développement de la technologie breveté Bepo. Celle-ci permet de remplacer la prise orale quotidienne des médicaments par une injection unique sous-cutanée ou locale, provoquant la formation d'un dépôt entièrement biorésorbable et dont l'effet peut durer de quelques jours à quelques mois suivant les applications. Cette innovation est une avancée capitale dans le monde de la santé. Elle permet d'améliorer l'observance et l'efficacité des médicaments, deux défis majeurs considérés par l'Organisation Mondiale de la

Santé²⁴ comme ayant plus d'impact que n'importe quelle amélioration des traitements médicaux. En outre, l'injection à longue durée d'action permet de réduire les effets secondaires, les coûts, mais aussi les déchets médicaux grâce à la réduction significative de la quantité de médicaments administrée.

Développés seuls ou en collaboration, les produits du portefeuille actuel de MedinCell se basent tous sur des principes actifs déjà commercialisés et libres de droits, augmentant ainsi les probabilités de succès. À ce jour, neuf programmes sont en développement dans différentes aires thérapeutiques. Parmi elles, la schizophrénie et la douleur orthopédique post-opératoire, respectivement en études cliniques de phases 3 et 2. Sept autres programmes, à différents stades d'avancement, sont également en cours de développement dans les domaines de l'anesthésie, la douleur chronique, la transplantation, l'urologie ou encore la contraception.

Ce dernier domaine est plus particulièrement emblématique de la vocation humaniste de MedinCell. La société a développé, avec le soutien financier de la [fondation Bill & Melinda Gates](#), (environ 20 M€ sous forme de subventions engagés depuis le début le lancement) un programme qui vise à mettre au point un contraceptif

²⁴ Source : MedinCell d'après l'Organisation Mondiale de la Santé Adherence to Long-term Therapies, Evidence for Actions (2003)

injectable biorésorbable actif sur une durée de 6 mois. MedinCell conservera les droits de commercialisation du produit dans le monde, notamment aux États-Unis où le marché de la contraception pesait plus de 5 Md\$ en 2018²⁵. Le

programme visant un impact large et une amélioration réelle de la vie des femmes, les deux partenaires prévoient également de rendre le produit largement disponible, notamment en fixant des prix abordables dans les économies

en développement. Ce partenariat constitue l'exemple d'un modèle économique parvenant à concilier recherche de performance et impact social positif.

INTERVIEW CROISÉE

DE ANH NGUYEN, PRÉSIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE MEDINCELL ET CHRISTOPHE DOUAT, PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE



Christophe : Anh, tu as posé tes valises en France pour fonder MedinCell après plusieurs expériences professionnelles réussies aux États-Unis. Pourquoi ?

Anh : En fait, je suis juste revenu en France, le pays qui a accueilli ma famille réfugiée. C'est ici que j'ai fait mes études avant de partir en Californie. Là-bas, j'ai pu effectivement participer à de belles aventures entrepreneuriales, comme la création d'Invitrogen qui est devenue Life Technologies, qui a révolutionné le diagnostic et atteint en vingt ans une valorisation de 16 Mds\$. C'est un peu le hasard qui m'a ramené en France au début des années 2000. Je cherchais alors un moyen de transformer l'industrie pharmaceutique en faisant des médicaments à la fois plus adaptés aux besoins des patients et plus accessibles dans le monde entier. C'est à Montpellier que j'ai rencontré des chercheurs formidables qui venaient de créer MedinCell. Mais toi aussi Christophe, tu as un parcours un peu atypique !

Christophe : Oui, c'est vrai. J'ai débuté ma carrière chez Lafarge en Amérique du Nord où j'ai appris les principes du management participatif, avant de m'exiler pendant plusieurs années au fin fond du Canada où je gérais un lodge isolé, uniquement accessible par hydravion. Nous donnions à des populations natives indiennes le moyen de se réinsérer. De retour à Paris, j'ai travaillé dans le conseil en stratégie. Puis comme investisseur. Un changement de vie radical, mais aussi une expérience utile aujourd'hui. Cela m'a permis de trouver l'aventure dans laquelle je pourrais investir toute l'expérience accumulée et aider à changer le monde. C'est à ce moment que nous avons fait connaissance toi et moi. MedinCell était en phase de recherche, mais c'était déjà une entreprise très différente de ce que j'avais l'habitude de voir. Ce qui m'intriguait le plus était la vision que tu portais.

Anh : La vision, c'est ce qui permet d'avancer et d'aller loin. Chez MedinCell, nous savions où nous voulions aller : avoir un impact sur la santé dans le monde. À partir de là, deux choses nous paraissaient essentielles pour y arriver. Il nous fallait mettre au point la technologie qui nous permettrait de faire de meilleurs traitements et de les rendre accessibles. Il nous fallait aussi un modèle d'entreprise adapté pour ne pas tomber dans les pièges de l'industrie pharmaceutique. Il nous fallait inventer ce nouveau modèle qui permette de pérenniser l'entreprise pour en garantir la mission. C'est ce que tu nous as aidé à faire : une pharma humaniste.

Christophe : Effectivement, j'ai renoncé à un certain confort pour rejoindre ce qui n'était alors qu'une petite équipe, séduit par cette vision et ce modèle de pharma humaniste, et par ce modèle d'entreprise qui est la clé du succès. Actionnariat salarié, collaborations, alignement des intérêts de tous y compris des patients du monde entier et même des actionnaires maintenant que MedinCell est une société cotée, rémunération juste, gouvernance participative, transparence, responsabilisation des collaborateurs : nous essayons d'adapter l'entreprise à son époque pour la rendre plus performante et plus propice à l'innovation utile. Ce doit être le modèle du 21^e siècle et la France est le terreau idéal pour le développer.

Anh : Ce modèle d'entreprise est un outil au service de notre mission. L'accès à de meilleurs traitements est un défi majeur. Le soutien que nous recevons de nos partenaires, qu'il s'agisse d'industriels, de grandes ONG comme la Fondation Gates ou de financiers, nous laissent penser que nous avançons dans la bonne direction. Mais ce modèle d'entreprise est aussi une mission en soi, qui va bien au-delà de la pharma. Notre succès aidera à le propager et à créer d'autres entreprises ultra performantes avec un juste partage de la valeur.

25 source: MedinCell

Thermo Fisher Scientific : leader mondial des services scientifiques



L'entreprise Thermo Fisher Scientific concilie impact social et environnemental positif et une excellente performance à long terme. Sa mission est de permettre à ses entreprises-clients de rendre le monde plus sain, plus propre et plus sûr. Mirova est investi dans Thermo Fisher Scientific depuis 2014.

Avec des revenus qui dépassent les 24 Md\$ et près de 70 000 employés dans le monde, [Thermo Fisher Scientific](#) est le leader mondial des produits de sciences de la vie. Ses produits et services permettent à plus de 400 000 entreprises-clients d'accélérer la recherche dans le domaine des sciences de la vie, d'améliorer le diagnostic des patients, de mettre sur le marché des médicaments innovants, de résoudre des problèmes analytiques complexes et d'augmenter la productivité des laboratoires. Plus important encore, ses produits contribuent très favorablement à l'amélioration de la qualité et de l'accessibilité des soins médicaux, et, par conséquent, à l'objectif numéro 3 de développement durable de l'ONU : bonne santé et bien-être.

Pour remplir sa mission, Thermo Fisher Scientific applique de façon systématique une stratégie basée sur trois piliers. Le premier, celui de l'innovation, a pour objectif de développer des produits et services à fort impact. Sur les 15 meilleures innovations reconnues en 2018 par le magazine *Analytical Scientist*, cinq sont issues de Thermo Fisher²⁶. Deuxièmement, l'entreprise cherche à renforcer sa présence sur les marchés émergents et à forte croissance, telle la Chine où la société a cru de 20 % en 2018. En 2014, l'équipe de gestion de Mirova s'est rendue au siège chinois de l'entreprise pour rencontrer les équipes locales et leur directeur général. Nous avons été impressionnés

par la façon dont Thermo Fisher a su renforcer sa présence dans la région, s'inscrivant dans le plan quinquennal chinois, qui soutient l'amélioration des soins médicaux, un environnement plus propre et un approvisionnement alimentaire plus sûr. Enfin, le troisième pilier de l'entreprise consiste en l'amélioration continue de sa proposition de valeur au client. L'échelle et l'étendue des capacités de Thermo Fisher Scientific sont inégalées dans le secteur et ne cessent de se renforcer, permettant aux clients d'accélérer l'innovation et d'augmenter la productivité.

Cette stratégie a permis à la société d'améliorer les perspectives de croissance : en mai 2019, la société a revu à la hausse ses prévisions de croissance interne à long terme, de 4-6 % à 5-7%. Cette augmentation est portée par facteurs de long terme : une plus forte exposition aux secteurs pharmaceutique et biotechnologique, et aux marchés émergents, une augmentation des revenus récurrents et un gain de part de marché significatif par rapport aux concurrents. Mirova a investi dans Thermo Fisher Scientific pour la première fois en août 2014. Depuis notre investissement initial, l'action a généré plus de 160 % de rendement total en dollars (plus de 220 % de rendement total en euros)²⁷.

Source : Thermo Fisher

Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable et, par conséquent, ne prévoient pas de performances futures.

²⁶ *Analytical Scientist* magazine, décembre 2018

²⁷ Bloomberg & Mirova

Ethiquable : Une chocolaterie pour une nouvelle étape de développement industriel



Partenaire depuis 2013 de la coopérative Ethiquable, Mirova a accompagné sa première étape de développement, qui a vu passer son chiffre d'affaires de 14 M€ à 51 M€ en 2018. Mirova a souhaité accompagner Ethiquable dans une nouvelle étape de développement industriel : l'implantation d'une chocolaterie en France.

L'aventure Ethiquable commence par la rencontre, sur les bancs d'une école de commerce, de Rémi Roux et Stéphane Comar. Ce duo est complété par Christophe Eberhart, ingénieur agronome, rencontré par Stéphane Comar au Mali. Quelques années plus tard, en 2003, ils ont l'idée de créer une entreprise en accord avec leurs idéaux : « quelque chose qui avait un sens en plaçant l'homme au cœur des valeurs », selon Rémi Roux.

Ethiquable, avec ses 100 salariés et son [agrément ESUS](#)²⁸, est devenu en 15 ans un acteur de référence du commerce équitable en France. La coopérative propose aux consommateurs français des produits d'épicerie équitable et bio uniquement issus de l'agriculture paysanne au travers de plus de 150 produits comme ses cafés, thés, chocolats, jus de fruits, sucre, céréales, épices... Leur démarche engagée permet de soutenir une agriculture à taille humaine, avec des pratiques agro-forestières respectueuses des écosystèmes, d'offrir des produits de qualité aux goûts d'origine, de promouvoir des saveurs naturelles dans leurs diversités et de valoriser des terroirs et des savoir-faire traditionnels.

Ethiquable se lance aujourd'hui dans une nouvelle étape de son développement industriel. La société a initié une levée de fonds, à laquelle Mirova a participé, afin d'implanter en France une chocolaterie équitable et bio à Fleurance dans le Gers. Cet outil

innovant s'articule avec celui d'un partenaire historique de la SCOP, la coopérative de cacaoculteurs Norandino. En utilisant la masse de cacao transformée au Pérou, ce projet permettra de développer la valeur ajoutée pour ses membres et réinventer la filière cacao... avec les producteurs !

Pour l'entreprise de commerce équitable, c'est un axe stratégique de développement important que d'intégrer la transformation des produits pour maîtriser les filières, de la récolte à la mise sur le marché, et développer une politique d'innovation produit. Ce projet permet à Mirova d'être partie prenante d'une relocalisation d'activités industrielles, créatrices d'emplois sur les territoires, dans le secteur du bio, du commerce équitable et de la valorisation des produits de qualité.

Source : Ethiquable

Les références à un classement, un prix et/ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire.

28 Entreprise solidaire d'utilité sociale

Réglementation et actualité de place

La fin de l'année a été marquée par plusieurs avancées au niveau européen avec la publication de deux nouveaux règlements en matière de finance durable. L'un concerne les indices de marché et intègre les règles de construction d'indices climat, avec la création de deux catégories d'indices (Bas-carbone pour la Transition, d'une part, et Alignés avec l'accord de Paris, d'autre part). Le second encadre les obligations de publi-

cation d'information en matière de durabilité dans le secteur des services financiers et correspond ainsi plus ou moins à un article 173 européen²⁹. Il établit des règles harmonisées pour les institutions financières et les conseillers financiers, relatives à la transparence en matière d'intégration de la durabilité dans leurs processus et dans leurs produits financiers. L'essentiel des dispositions entrera en vigueur à partir du 10 mars 2021.

Ces règlements s'intègrent dans le cadre plus large du plan d'action finance durable de la Commission européenne, dont la pierre angulaire, le texte de « taxonomie » qui vise à définir les actifs verts, vient de faire l'objet d'un accord entre les régulateurs européens (Conseil des États Membres, Parlement et Commission). Il devrait être adopté formellement entre la fin de 2019 et le début de 2020. L'entrée en vigueur d'une

29 L'article 173 de la loi Transition Énergétique et Écologique instaure en France, pour la première fois, des obligations d'information pour les investisseurs institutionnels sur leur gestion des risques liés au climat



première partie de critères sur les activités permettant de lutter contre le changement climatique devrait avoir lieu en décembre 2021, et décembre 2022 pour les autres objectifs environnementaux. L'action de la Commission européenne et des régulateurs financiers européens ne devrait pas ralentir dans les mois qui viennent. L'Autorité Bancaire Européenne (EBA) a ainsi publié son propre [plan d'action](#) en matière de durabilité. Elle y définit son mandat sur l'ESG et encourage notamment les banques à mesurer et contrôler leurs risques climatiques. Ces développements s'inscrivent dans le contexte porteur du « Green new deal » annoncé début décembre par la nouvelle présidente de la Commission Européenne, Ursula Von der Leyen, qui intègre différents aspects liés à la finance durable. On retiendra deux éléments en

particulier : d'abord, un Plan d'investissement « Sustainable Europe » (Europe durable) pour soutenir les objectifs climat et énergie de l'UE d'ici 2030. Celui-ci pourrait nécessiter 260 Md€ d'investissements supplémentaires annuels, incluant un fonds destiné à financer une transition « juste », pour aider les régions et les secteurs les plus affectés. Ensuite, un plan d'action finance durable l'année prochaine, qui reprendra des mesures en cours (standard européen pour les obligations vertes et écolabel) mais se penchera aussi sur la question de l'assouplissement des mesures prudentielles pour les banques et assurances pour les projets verts. L'actualité française a également été riche avec une fin d'année marquée par la tenue du Climate Finance Day³⁰ à Paris. Le discours tenu à cette occasion par le Ministre de l'Économie et des

Finances Bruno Lemaire était riche en annonces et appels pour continuer de mobiliser la place financière de Paris. Il a notamment évoqué le lancement d'une mission parlementaire sur les meilleures pratiques européennes en matière de finance verte, confiée au député Alexandre Holroyd, et la mise en place de tests de résistance climatiques dès 2020 sur les banques et assureurs français. Il a également invité tous les acteurs européens à s'engager à sortir du charbon d'ici 2030 (banques et assureurs). Le ministre s'est également adressé aux acteurs européens en proposant d'augmenter de 10 Md€ par an le capital de la Banque Européenne d'Investissement pour les financements de la transition écologique, d'accélérer le calendrier de la taxonomie et la mise en œuvre d'une taxe carbone aux frontières pour 2022.

.

FOCUS

2020, année de la biodiversité



L'[Union Internationale pour la Conservation de la Nature](#) (UICN), une des principales ONG consacrées à la biodiversité tiendra son congrès mondial en juin 2020 en France, à Marseille. Surtout, la Convention de l'ONU sur la diversité biologique (CDB) tiendra sa 15^e conférence des parties (COP15 biodiversité) en octobre 2020 à Kunming, en Chine. Ces deux conférences majeures auront pour objectif de renforcer l'action internationale pour la préservation de la biodiversité.

Il était temps ! Si nous avons pu constater au cours des dernières décennies une prise de conscience croissante sur la question du climat, la préservation du vivant et des écosystèmes est restée jusqu'ici le parent pauvre de l'action environ-

nementale. Pourtant, le constat des scientifiques est unanime sur la gravité de la situation. Sur terre ou en mer, des grands vertébrés aux insectes, les populations animales et végétales non domestiquées par l'homme sont en fort déclin, et leurs habitats naturels sont chaque jour un peu plus dégradés. Quelques chiffres permettent de saisir l'ampleur du phénomène. Depuis 1970, les populations de vertébrés ont baissé de 60 %. Près de 40 % des poissons d'eau douce sont menacés d'extinction. En 25 ans, le couvert forestier mondial a perdu 20 % de sa superficie. Plus de 50 % des zones humides ont disparu au cours du XX^e siècle. Au-delà de ces chiffres à l'échelle mondiale, certaines zones présentant une richesse exceptionnelle en matière

de biodiversité, les points focaux de biodiversité, comme les forêts primaires d'Asie du Sud-Est ou la grande barrière de corail en Australie, sont chaque jour un peu plus en danger.

Outre ces considérations éthiques sur le « respect de la nature », cette chute de biodiversité met aujourd'hui en péril le bon fonctionnement de nos sociétés. La dégradation des environnements a déjà des impacts concrets sur notre santé et pourrait à terme avoir un impact sur la sécurité alimentaire mondiale.

Les causes de cet effondrement du vivant sont bien connues. En premier lieu, nos pratiques agricoles sont devenues insoutenables. En particulier, le poids croissant de la viande dans les

régimes alimentaires mondiaux induit une pression croissante sur les écosystèmes. On estime ainsi que plus de 80 % des terres arables sont dédiées à la production de viande, trop souvent à travers des pratiques d'élevage intensif non respectueuses du bien-être animal et de l'environnement. La viande représente pourtant moins de 20 % des calories et moins de 40 % des protéines consommées par l'homme. C'est aussi l'usage massif des pesticides et des engrais qui met en péril les équilibres naturels. Si l'impact de l'agriculture est prédominant en matière d'érosion du vivant, d'autres activités humaines ont également une part de responsabilité. La présence croissante de l'homme sur les territoires, à travers les activités industrielles ou minières mais surtout l'étalement urbain et les infrastructures de transports fragmentent les écosystèmes. La croissance de nos pollutions et de nos déchets en tout genre et en particulier de nos déchets plastiques est également

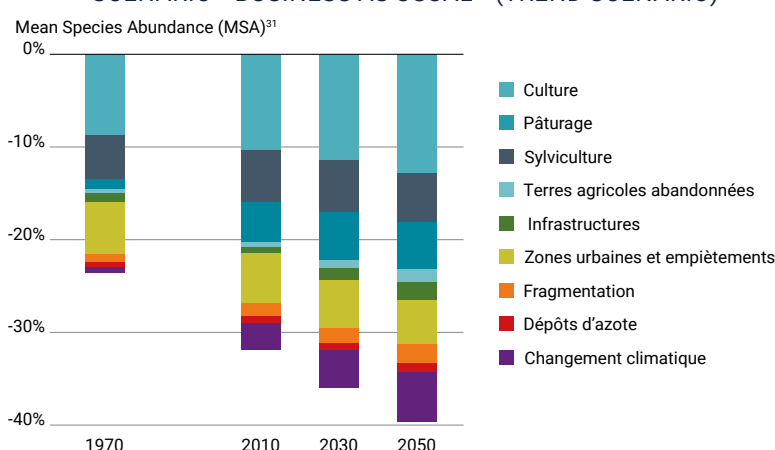
un sujet de préoccupation majeure. Enfin, le changement climatique s'annonce comme une des causes principales de perte de biodiversité à venir.

Ce constat appelle à une transformation majeure de nos économies. Les acteurs de l'industrie alimentaire vont devoir réinventer leur métier pour proposer des produits moins carnés, basés autant que possible sur l'alimentation biologique. Les acteurs de la construction, du bâtiment et des infrastructures vont devoir repenser leurs modèles économiques pour éviter l'étalement urbain et la fragmentation des écosystèmes. En matière de gestion forestière, nous devons réussir à inverser la tendance et passer d'un monde réduisant un peu plus chaque année son couvert forestier à un environnement permettant d'initier des démarches afin de restaurer des écosystèmes sains tout en stockant du carbone. De manière plus générale, nous allons devoir réussir à rendre nos économies

circulaires, en limitant la surconsommation, en prolongeant la durée de vie de nos objets et en favorisant la réutilisation et le recyclage. Enfin, la préservation de la biodiversité nous donne une raison supplémentaire de lutter contre le changement climatique, en réduisant nos consommations d'énergies fossiles et en favorisant l'émergence de solutions bas carbone dans tous les secteurs de l'économie.

Les acteurs bien positionnés sur ces solutions sont déjà au cœur de nos stratégies d'investissement. Nous renforcerons encore en 2020 l'attention portée à ces sujets : dans nos choix d'investissement, dans nos démarches d'engagement avec les émetteurs et les pouvoirs publics, dans la mise en place de mesures d'impact. Car, nous en sommes convaincus, le secteur financier a un rôle important à jouer dans l'émergence de cette économie plus respectueuse du vivant.

FIG.14 PERTES DE BIODIVERSITÉ TERRESTRE PASSÉES ET FUTURES
PAR TYPE DE PRESSION
SCÉNARIO « BUSINESS AS USUAL » (TREND SCENARIO)



Source : PBL Netherlands Environmental Assessment Agency

31 Abondance Moyenne des espèces

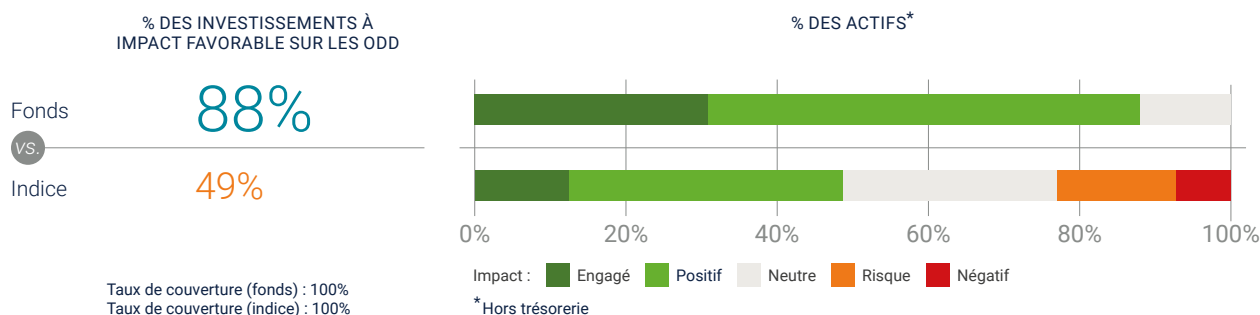
Mesurer l'impact

Mirova Actions consolidé

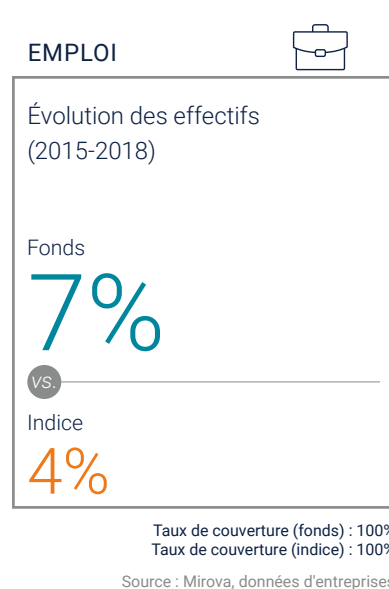
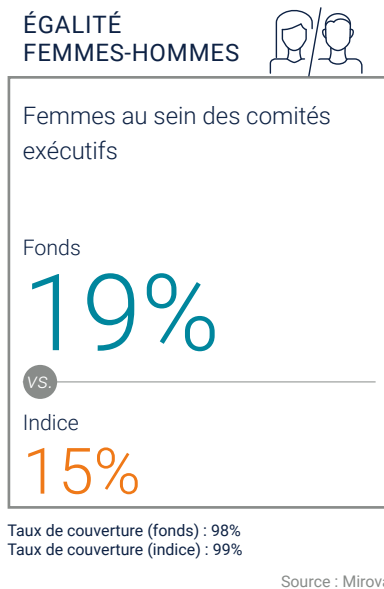
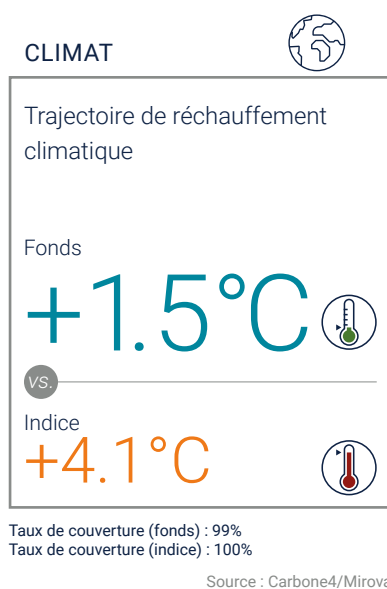
31/12/2019 – Index: MSCI Europe

Les données se rapportent à l'ensemble des investissements en actions gérés par Mirova et Mirova US

Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



Principaux indicateurs d'impact



Cartographie de l'impact sur les ODD



ODD correspondant



*Poids des actifs gérés évalués en positif ou en engagé, hors trésorerie

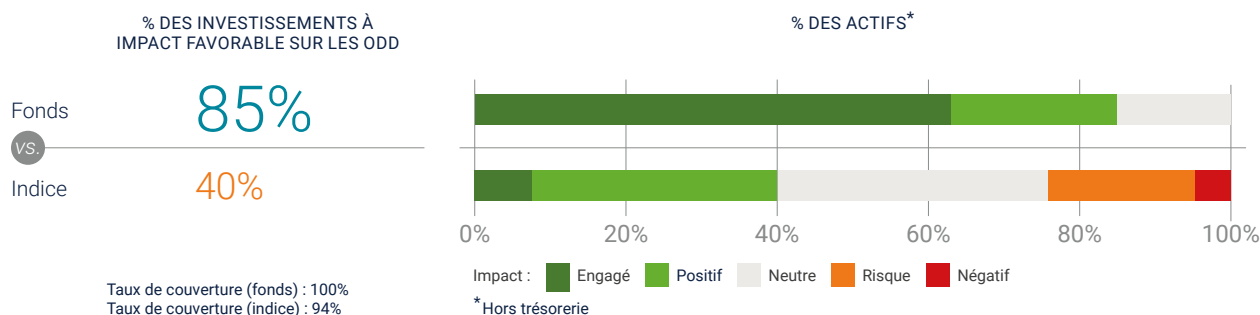
Source : Mirova

Mirova Taux consolidé

31/12/2019 – Indice : Barclays Euro Aggregate Corporate

Les données se rapportent à l'ensemble des investissements en obligations gérés par Mirova

Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



Principaux indicateurs d'impact

CLIMAT



Trajectoire de réchauffement climatique

Fonds

+1.5°C

vs.

Indice

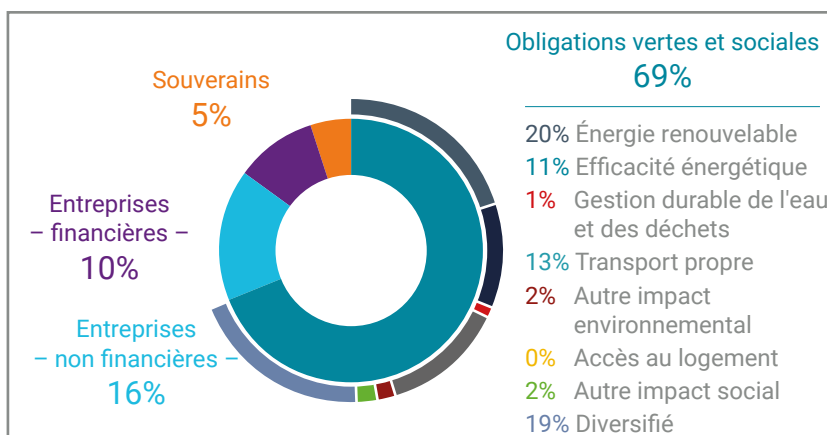
+4°C

Taux de couverture (fonds) : 84%

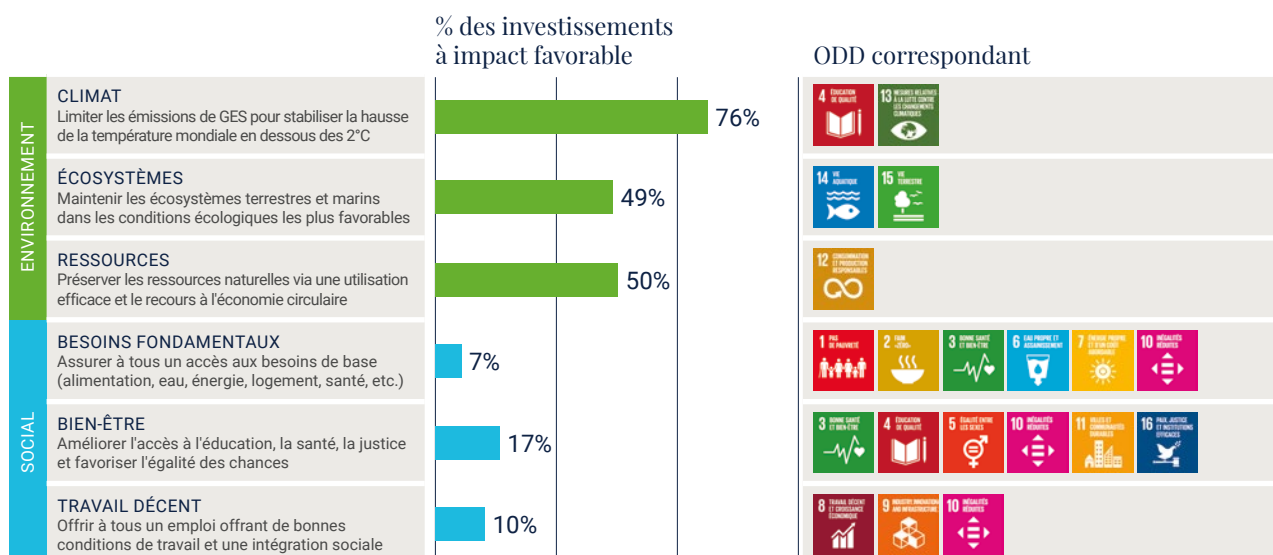
Taux de couverture (indice) : 88%

Source : Carbone4/Mirova

OBLIGATIONS VERTES ET SOCIALES



Cartographie de l'impact sur les ODD



Janvier 2020
Achévé de rédiger le 7 janvier 2020

Ont participé à ce numéro :

David Belloc	Cross Asset Portfolio Manager
Zineb Bennani	Equity Portfolio Manager and Leader Equity
Hélène Champollion-Morel	Head of Communication
Laurène Chenevat	Policy and advocacy Officer
Hua Cheng	Portfolio Manager, Mirova US
Mathilde Dufour	Co-Head of Responsible Investment Research
Emmanuel Gautier	Portfolio Manager - Impact Investing
Hervé Guez	CIO Equity & Fixed Income
Clemence Peyraud	Product Specialist
Bertrand Rocher	Fixed Income Portfolio and Senior Credit Analyst
Nelson Ribeiro	Senior Credit Analyst
Ladislav Smia	Co-Head of Responsible Investment Research
Francesca Suarez	SRI Analyst
Philippe Zaouati	CEO

MIROVA
Société de gestion de portefeuille – Société Anonyme
RCS Paris n°394 648 216 – Agrément AMF n°GP 02-014
59, Avenue Pierre Mendes France – 75013 Paris
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS
Société anonyme
RCS Paris 453 952 681
43, Avenue Pierre Mendes France – 75013 Paris
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

MIROVA US
888 Boylston Street, Boston, MA 02199. Tel : 212-632-2800
Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova. Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche. Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.

MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées à une clientèle professionnelle et non professionnelles au sens de la directive MIF.

Ce Document et son contenu sont fournis à titre d'information et ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation de souscrire, acquérir ou céder des parts de fonds émises ou à émettre par la société de gestion Mirova. Les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique du destinataire en particulier. Mirova ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ce Document et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de consulter le règlement du Fonds et de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de l'investissement qui vous est présenté avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de cet investissement afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Ce Document est un document non contractuel à caractère purement informatif. Il est strictement confidentiel et les informations qu'il contient sont la propriété de Mirova. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable et écrit de Mirova. De même, toute reproduction, même partielle, est interdite sans l'accord préalable et écrit de Mirova. La distribution, possession ou la remise de ce Document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce Document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer.

L'information contenue dans ce Document est fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce Document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans ce Document ou toute autre information fournie en rapport avec le Fonds. Aussi, Mirova n'assume aucune responsabilité pour toutes les informations, quelle qu'en soit la forme, contenues, mentionnées ou induites, dans ce Document ou en cas d'éventuelles omissions. Toutes les informations financières notamment sur les prix, marges ou rentabilités sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment, notamment en fonction des conditions de marché. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Mirova, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence, les fonds qu'elle gère ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce Document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Un affilié de



NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou non Professionnels ou Investisseurs Qualifiés ou non Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.