

Les banques sont-elles plus intéressantes pour les investisseurs après le déconfinement ?

Durant la récente reprise des marchés, les actions bancaires européennes ont enregistré de belles performances. Cela signifie-t-il qu'elles ont passé l'épreuve de la crise du coronavirus haut la main ? Justin Bisseker (cf. portrait), European Banks Analyst chez Schroders, constate que les banques se portent mieux qu'en 2008, mais toutes les banques ne seront pas en mesure de résister à la difficile conjoncture économique actuelle. Le secteur dans son ensemble n'est sans doute pas très attirant, mais on peut trouver des banques susceptibles de rapporter aux investisseurs en cette période maussade.

Sombres perspectives

Depuis le mois d'avril, les actions des banques européennes ont progressé de 30% en moyenne. Près de 10% de mieux que le marché. Mais,



en termes absolus en glissement annuel, elles cotent 30% plus bas, soit 20% sous le marché. Les investisseurs qui avaient espéré un retour à la normale restent sur leur faim. Les perspectives économiques sont sombres. Il apparaît clairement que la crise du coronavirus exercera un impact énorme sur la production, les revenus et le marché de l'emploi. L'OCDE prévoit une contraction de 9% de l'économie dans la zone euro, conforme aux prévisions de la BCE (-8,7%), alors que le chômage augmentera à 9,8%. Reste à savoir comment les dégâts seront répartis entre les secteurs public et privé.

Les pertes sur crédit augmentent

Malgré tout le soutien que peuvent apporter les pouvoirs publics, l'augmentation des défauts de paiement apparaît inévitable. Les normes comptables actuelles ont été développées pour encourager les banques à enregistrer les pertes plus rapidement qu'apar-

avant. Mais les mesures des pouvoirs publics, les moratoires sur les remboursements et la réglementation actuelle entrent en contradiction. Schroders ne pense pas que les investisseurs puissent déjà souffler. Les pertes de crédit vont s'étendre sur plusieurs années et freineront la rentabilité des banques. Les banques ne sortiront pas indemnes de la crise du coronavirus, estime Schroders. Les pertes en capital portent un coup durable à la valorisation et peuvent indiquer qu'il faudra encore patienter avant qu'elles recommencent à distribuer des dividendes. Entre-temps, les taux restent très faibles et maintiennent la pression sur les marges nettes.

Parallèlement, Schroders pense que les produits d'intérêts nets vont chuter puisque la demande de crédit est avancée en raison des garanties généreuses des pouvoirs publics. Sans compter que les taxes pourraient augmenter parce que les pouvoirs publics ont «sauvé» les banques en creusant leur déficit. Toutes ces raisons donnent à penser qu'une grande partie des moins bonnes valorisations des banques va perdurer à cause de la Covid-19. Il n'est pas improbable, selon Schroders, que certains risques importants augmentent encore la pression sur les cours bancaires, comme une nouvelle vague du virus, la répression financière, un Brexit chaotique et la vulnérabilité fiscale.

Lueur d'espoir dans les scénarios les plus noirs

Mais il n'y a pas lieu de désespérer. Les banques se portent beaucoup mieux que lors de la crise financière en 2008. Les tampons en capital et en liquidités sont plus solides et la réglementation s'assouplit au lieu d'être plus sévère. En outre, la pression inflationniste peut augmenter au fur et à mesure que les énormes quantités d'argent créées par les banques centrales aux quatre coins de la planète commencent à circuler dans l'économie réelle. Cela pourrait entraîner une hausse des taux attendus et des marges nettes des banques.

Le secteur bancaire européen est tout sauf uniforme. Certaines banques sont en meilleure santé financière que d'autres. Dans les deux dernières décennies, les banques du premier quartile ont enregistré, sur base annuelle, des performances supérieures de 53% à celles du dernier quartile. En outre, les cours du meilleur quartile ont augmenté en moyenne, sur base annuelle, de 35% depuis janvier 2000.

Le secteur bancaire dans son ensemble manque peut-être d'attrait, mais cela n'empêche qu'on puisse dénicher des actions bancaires intéressantes, même en cette période difficile.

New ESG transparency requirements

What impact for Luxembourg AIFMs and Management Companies?

By Dr. Marcel BARTNIK, Lawyer, Local Partner - GSK Stockmann

Sustainability in general and sustainable financing in particular has gained more and more traction over the last years. Recently, however, a considerable number of legislative initiatives at a European level have turned it from a market trend into a new set of regulatory obligations that need to be complied with in the very near future. Following the 2016 Paris agreement on climate change¹⁾ and the United Nation's 2030 Agenda for sustainable development goals, the European Commission devised its own action plan for financing sustainable growth in 2018²⁾.



Over the past months, these declarations of intent evolved into a number of concrete legal texts concerning the investment funds industry: The sustainable finance disclosure regulation (EU) 2019/2088 ("SFDR") from November 2019 was the first and can be considered as having the most profound impact. It was complemented in April 2020 by draft regulatory technical standards concerning the disclosure obligations set out in the SFDR. Even more recently, drafts of a regulation amending the AIFM Regulation (EU) 2011/231 and of a directive amending the UCITS Directive 2010/43/EU were published in June 2020 to implement the principles laid out in the SFDR. In addition, the taxonomy regulation (EU) 2020/852 amending the SFDR and providing rules on the classification of environmental, social and governance investment ("ESG") was issued on 18 June 2020.

Most of the rules set out in the SFDR will be binding for Luxembourg AIFMs and Management Companies as of 10 March 2021. In order to be prepared and to be able to comply with such timing, action plans should be devised in a timely fashion.

The present article intends to give an overview on the upcoming obligations applicable to Luxembourg AIFMs, Management Companies (the "Managers") and the investment funds managed by them, and aims at providing a roadmap that can serve as a first step in establishing such an action plan.

First step: Strategic analysis

The intention of the European Commission is to "direct financial and capital flows to green investment" and to "put sustainability considerations at the heart of the financial system"³⁾. It is therefore hardly surprising that

in the SFDR as its main piece of legislation, the actors in the financial sector to which it applies are required to implement a substantial number of additional requirements, against the backdrop of encouraging ESG compliant financing. Within the Luxembourg fund industry, all AIFMs, UCITS Management Companies and investment fund products are in the scope of the SFDR. These new rules will make it necessary for each of them to think about their strategy going forward, analyse and subsequently amend their own policies and procedures and comb through their fund documentation in order to align it with the SFDR.

In a first step, we advise to conduct a strategic analysis of the current investment fund range that is being managed in order to find out to which extent it already carries elements of ESG in it. Following that we recommend to evaluate how much further, in the future, ESG should be integrated into the overall strategy of the Manager and its portfolio of investment products.

In this context, the SFDR requires each Manager to decide whether it intends to take into consideration any adverse impacts that its investment decisions may have on sustainability factors. Even though the SFDR does allow for an opt-out⁴⁾, it accompanies such opt-out with the obligation to justify (and publish) the decision why such impacts are not taken into account for each and every financial product by the end of 2022, probably hoping that such "name-and-shame" strategy will push managers further towards ESG integration.

Beyond the consideration of such principal adverse impacts, Managers have further options to choose from. From an investment funds' perspective, the SFDR

distinguishes two categories of sustainable financial products: Those that promote, among others, environmental or social characteristics⁵⁾, and those that go even further and have the objective of sustainable investment⁶⁾.

Managers therefore need to conduct a strategic analysis as to whether it makes sense to integrate – at least for some of their investment funds – ESG considerations into their product line. While the SFDR certainly increases the regulatory burden and therefore also the costs for Managers in general, joining the ESG market trend may at least allow to compensate for some of that by tapping into this fast developing market.

Following such strategic reflections, the Managers will need to review and amend a considerable number of documents – both internal policies and procedures and disclosure documents, reports and their website.

Second step: Review of internal organisational documentation

Firstly, the SFDR sets out the principle that, whether you incorporate ESG into the strategy or not, sustainability risks and their potential impacts need to be integrated into any Manager's investment decision process, also prompting a need to include them in its risk management policy. There is no opt-out from this obligation, and the relevant policies will have to be kept up to date and some information on it published on the Manager's website. Managers will therefore need to overhaul their respective policies over the next months.

Secondly, where the Manager's investment decision actually takes adverse impacts on sustainability factors into consideration, the Manager will also have to integrate these in a very considerable manner into its due diligence policies and publish information about it on its website. As a result, a detailed amendment of such policies is also required here due to the SFDR.

Thirdly, the Manager's remuneration policy needs to be adapted in order to demonstrate how it is consistent with the integration of sustainability risks, and such information also has to be published on the website.

Lastly, the Manager's conflicts of interest policy needs to be reviewed in order to integrate any conflicts that may arise from the integration of sustainability risks.

Any disclosures based on these policies and procedures have to be kept up to date, and an explanation of any amend-

ment that is made has to be published on the website.

The above mentioned policies and procedures lay the foundation for the disclosure obligations that are at the heart of the SFDR, and which need to be made at the level of each investment fund itself.

Third step: Disclosures at product level

For any alternative investment fund or UCITS it is mainly the offering document or prospectus that will have to be amended. This applies independently of any level of ESG integration. The SFDR neither allows for an opt-out nor does it provide for a grandfathering of existing investment funds. Therefore, even those funds that are closed-ended and completely invested are concerned. In addition, further disclosures also need to be added to each fund's annual report, and to the Manager's website.

Obligatory for all is the disclosure of sustainability risks, and how these are taken into account during the Manager's investment decision – unless they are not relevant, but this would then also need to be explained. Further, elaborate disclosures are necessary in case the Manager has decided to take the principal adverse impacts on sustainability factors into consideration in its investment decision process – or a disclaimer that this is not being done, including a justification thereof.

Should the relevant investment fund promote environmental or social characteristics, additional disclosures are required, the extent of which also depends on the decision as to whether an index is used as a benchmark for such characteristics. As a matter of principle, each time an index is employed, the SFDR requires disclosure of where information of its calculation methodology can be found.

For investment funds that go another step further and have the objective of sustainable investment, disclosures on how such objective is attained are required. If a benchmark index is used in this context, information on how the index aligns with the investment objective and why and how such index differs from a broad market index. Should the relevant fund aim to reduce CO2 emissions, additional disclosures are required.

It should be underlined that the above mentioned rules will make the revision of documentation for all existing investment funds necessary. In terms of timing, it has to be considered that for funds such as UCITS, part II funds, SIFs or SICARs approval procedures with the CSSF may be

necessary. Their length may be difficult to predict, in particular if a substantial number of such applications is made at the same time.

In addition to disclosures in the offering document or prospectus, further information will have to be disclosed in each fund's annual report. This concerns in particular the two categories of funds with an ESG integration. They will need to report to which extent the environmental or social characteristics which are promoted are met, or for those that pursue a sustainable investment objective a description of the overall sustainability-related impact by way of sustainability indicators or by analysing the benchmark index that is used.

Most of the above disclosures will also have to be published on the Manager's website in order to make them accessible even outside the fund documentation. Moreover, such information has to be monitored on an ongoing basis, and updated if necessary, for the two categories of ESG integrating funds. This also includes publishing detailed information on the methodologies used for such monitoring and measuring processes, the data sources and screening criteria for the target assets and the sustainability indicators mentioned hereabove.

Finally, any marketing material that is being used has to be reviewed in order to assess if it is aligned with the required disclosures and does not contradict them.

Conclusion

It is clear that compliance with the SFDR will demand a substantial investment in terms of time and costs and will be fraught with difficulties due to the lack of data in a large portion of the target investments. On the other hand it appears likely that the political and regulatory pressure will stimulate a demand for ESG compliant investment products, creating an opportunity for Managers. In order to establish or amend the necessary policies and procedures, review the existing fund documentation and implement these amendments, planning should start now. In spite of March 2021 still appearing some way off, the timing is far from generous, in particular if approval procedures with the regulator are factored into the equation.

1) Approved by the European Union on 5 October 2016.
2) Communication of the European Commission of 8 March 2018.

3) Communication COM (2019) 640.

4) Even such opt-out is limited to companies of up to 500 employees; for the bigger ones, the opt-out is limited to 30 June 2021.

5) Art. 8 of the SFDR.

6) Art. 9 of the SFDR.

L'activité économique demeure fortement en retrait par rapport à la période précédant la crise sanitaire

Le risque d'une deuxième vague d'infections et l'explosion des taux d'endettement public constituent autant de facteurs d'incertitudes pouvant mettre en péril la durabilité de la reprise actuelle. Ceci est l'opinion de Guy Wagner (cf. portrait), chief investment officer et administrateur-directeur de la société de gestion BLI - Banque de Luxembourg Investments, et de son équipe dans leur analyse mensuelle, les 'Highlights'.

Après un début d'amélioration au mois de mai, le redressement de la conjoncture mondiale s'est accéléré en juin. Contrairement aux attentes, l'activité économique a réagi plus favorablement que prévu aux mesures de déconfinement et aux programmes de soutien des autorités publiques. Ainsi, au mois de juin, les indices composites des directeurs d'achat (mesurant le niveau d'activité aussi bien dans les services que dans le secteur manufacturier) se sont améliorés dans toutes les régions.



«La forte amélioration de nombreuses statistiques économiques en glissement mensuel ne peut toutefois dissimuler le fait que l'activité demeure fortement en retrait par rapport à la période précédant la crise sanitaire», dit Guy Wagner.

«Par ailleurs, l'expiration de programmes d'aides publiques américains fin juillet, le risque d'une deuxième vague d'infections (qui semble déjà entamée aux Etats-Unis et au Brésil), le comportement prudent de la population déconcertée engendrant une augmentation généralisée du taux d'épargne et l'explosion des niveaux de dette et de déficit publics constituent autant de facteurs d'incertitudes pouvant mettre en péril la durabilité de la reprise actuelle.»

La BCE renforce ses mesures de soutien à l'économie

Après les nombreuses mesures d'expansion monétaire au cours des mois antérieurs, la Réserve

fédérale américaine n'a pas modifié sa politique au mois de juin. A l'issue de la réunion du Comité monétaire, le président Jerome Powell a annoncé que le contrôle de la courbe des taux d'intérêt était une mesure de politique monétaire additionnelle à l'étude actuellement.

Conformément aux attentes, la Banque centrale européenne a augmenté début juin l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'actifs d'urgence face à la pandémie de 600 milliards d'euros, pour atteindre un total de 1350 milliards d'euros. L'échéance fixée pour ce programme d'achats a été étendue jusqu'à fin juin 2021.

Les marchés obligataires étaient très calmes au mois de juin

Les marchés obligataires étaient très calmes au mois de juin. Aux Etats-Unis, le taux de référence à 10 ans est resté quasiment inchangé.

«Dans la zone euro, les rendements à échéance des pays cœur, l'Allemagne et la France, ont également peu fluctué. Dans les pays périphériques, l'augmentation du programme d'achats d'actifs de la Banque centrale européenne a encore entraîné une légère réduction des coûts de financement de l'Italie et de l'Espagne.»

Les marchés boursiers ont rebondi pour le troisième mois d'affilée

Les marchés boursiers ont rebondi pour le troisième mois d'affilée, récupérant une grande partie des baisses observées durant le premier trimestre. «L'amélioration plus forte que prévue de l'activité conjoncturelle et les énormes programmes d'achats d'actifs des banques centrales ont aidé les bourses à progresser malgré les nombreuses incertitudes liées à la pandémie.» Ainsi, l'indice MSCI All Country World Index Net Total Return exprimé en euros a augmenté de 2,2% au cours du mois, limitant la baisse depuis le début d'année à -6,3%. Aux Etats-Unis, le S&P500 a poursuivi sa remontée spectaculaire, rebondissant de 20% au deuxième trimestre après la chute de 20% durant les 3 premiers mois de l'année. Le Stoxx Europe 600 et le MSCI Emerging Markets ont progressé au mois de juin, tandis que le Topix au Japon a légèrement reculé.

«Au niveau sectoriel, la technologie s'est une fois de plus distinguée favorablement alors que les secteurs défensifs de la consommation de base et de la santé se retrouvent en bas de classement. Etant donné l'ampleur du rebond, les valorisations boursières deviennent tendues, ce qui réduit le potentiel de rendement futur et augmente le risque de correction», conclut Guy Wagner.



GSK
STOCKMANN

Looking for cross-border legal advice?
Discover GSK Stockmann.



YOUR PERSPECTIVE.
GSK-LUX.COM

Une transition énergétique juste : quels impacts pour les producteurs d'énergie européens ?

Par les analystes ESG de Candriam

Comment les principaux producteurs d'énergie en Europe abordent-ils les enjeux de la «Transition Juste» ?

Une «transition juste» est une démarche qui vise à minimiser l'impact social négatif et à maximiser les opportunités positives pour les employés et les communautés impactées par la transition énergétique vers une économie à faible carbone.

Plus de deux tiers des initiatives d'engagement de Candriam portent directement sur les trois composantes centrales de la transition juste : la transition énergétique, des conditions de travail équitables et l'éthique commerciale des entreprises.

Aujourd'hui, le secteur de l'énergie européen emploie 30 millions de personnes. La décarbonisation de l'économie va nécessiter une réallocation massive des ressources – humaines, financières et réglementaires – de métiers à forte intensité de carbone vers des activités à «faible carbone», voire vers des horizons totalement différents. Le

partage équitable des coûts et des avantages de la transition sera fondamental pour les citoyens européens.

La transparence constitue une première étape importante dans notre démarche d'engagement avec les entreprises sur la gestion de leurs effectifs, à l'échelle régionale et nationale, durant la transition. L'équipe de recherche ESG de Candriam a consulté les principaux producteurs d'énergie en Europe afin de comprendre comment ces entreprises intègrent une démarche de «transition juste» au sein de leurs opérations.

Nous nous sommes également entretenus avec des entreprises, des syndicats, des groupes de réflexion et des associations de consommateurs afin de nous assurer que la question suivante a été abordée sous tous ses angles : «Pouvons-nous être confiants que personne n'est laissé pour compte?».

Les employés : de «limiter les pertes d'emplois» à la «création nette de nouveaux postes»

Nous identifions deux éléments clés lorsque nous examinons les créations

d'emplois dans le cadre de la transition énergétique : une composante «macro», soit la création nette qui découle du développement de nouvelles technologies, et une composante «micro», plus complexe à appréhender, selon laquelle les nouveaux emplois doivent être alignés avec les emplois perdus, en termes de quantité et de qualité, et dans une certaine mesure, de région. De nombreux facteurs sont à prendre en compte au niveau micro : la mise en adéquation des compétences avec le potentiel de réorientation et de requalification des collaborateurs, la création d'emplois dans les régions adéquates, ainsi que le calendrier – les nouvelles opportunités de travail doivent être disponibles lorsque les anciens emplois disparaissent, et non cinq ans plus tard.

Selon les estimations de la Commission Charbon allemande, 60 000 emplois sont directement et indirectement dépendants du recours au charbon thermique, ne serait-ce qu'en Allemagne.

Les impacts sur les communautés : la «solution unique» n'existe pas

Les entreprises de services publics d'électricité sont souvent de très grande taille,

avec un impact potentiel sur les communautés régionales et nationales. Néanmoins, les services qu'elles procurent sont essentiels pour le développement socio-économique des régions. Aujourd'hui, des évaluations environnementales et sociales, dont une consultation formelle des communautés, sont imposées à quasiment tous les projets d'envergure du secteur de l'énergie, dans le cadre de leur processus de validation réglementaire.

Lors de nos dialogues avec les producteurs d'électricité européens, nous avons observé des écarts parfois considérables au sein de chaque communauté, qui doivent être pris en compte. Il n'existe pas de solution unique pouvant s'appliquer à tous.

La transparence et le dialogue permettront d'assurer une transition plus juste

En tant qu'investisseurs responsables, nous apprécions et encourageons la transparence chez les producteurs d'électricité européens ; nous les incitons notamment à livrer leurs opinions sur l'implication des différentes parties prenantes dans le processus de la transition juste. Il est de notre responsabilité de suivre et d'échan-

ger avec les entreprises, les parties prenantes et les membres de différentes communautés afin de comprendre l'ensemble de l'écosystème.»

Nous avons fait le constat que la matérialité dépend du degré d'avancement technologique de chaque entreprise vers l'énergie propre. A différents niveaux, toutes sont confrontées à des défis et développent des stratégies pour les relever. Les spécificités de chaque entreprise, ainsi que les disparités entre leurs activités et les communautés dans lesquelles elles opèrent, nous incitent à recommander une approche au cas-par-cas afin de comprendre comment elles abordent ces nouveaux risques et ces nouvelles opportunités.

Conscients de la complexité de ces enjeux, nous sommes demandeurs d'informations et encourageons la proactivité des entreprises, notamment en ce qui concerne leur démarche de transition juste. Un tel niveau de transparence permettrait aux investisseurs de mieux évaluer les risques et les opportunités. Dans notre rôle d'allocataires de capital, nous estimons que les entreprises ont tout à gagner à aborder ces enjeux, sans nécessairement attendre les interventions des pouvoirs publics.