

Transition vers la neutralité carbone : comment les assureurs contribuent à la finance verte via les obligations durables ?



Nathalie Beauvir Rodes
Analyste senior sur les obligations durables

Le marché des obligations durables a une nouvelle fois enregistré une croissance considérable en 2021, comme l'illustre le volume de nouvelles émissions de 960 Mds€. Ceci représente une augmentation de 80% par rapport à 2020⁽¹⁾. Cette forte progression du marché s'explique par l'appétit des investisseurs institutionnels, pour lesquels la lutte contre le changement climatique et la quête d'impacts sociaux positifs sont devenus des enjeux stratégiques. Parmi ces investisseurs, les assureurs et réassureurs ont un rôle essentiel à jouer, que ce soit en termes d'actifs ou de passifs. De plus en plus d'acteurs européens s'engagent publiquement à mener la transition vers la neutralité carbone d'ici à 2050. Et les obligations durables, si elles ne représentent qu'un levier parmi d'autres, apparaissent comme des outils particulièrement bien adaptés pour accompagner les assureurs – en tant qu'émetteurs et investisseurs - sur leur chemin vers la durabilité, et leur permettre d'aligner leur stratégie ESG sur leur politique de responsabilité sociétale (RSE) :

- Saisir l'opportunité pour mettre en évidence leurs compétences en matière de durabilité
- Financer des projets liés à la transition énergétique et écologique et des initiatives visant à répondre aux enjeux sociétaux
- Obtenir un pricing des obligations durables relativement plus intéressant, en particulier sur les instruments subordonnés
- Répondre à la pression réglementaire exercée sur les assureurs/réassureurs afin qu'ils augmentent la part d'actifs durables au sein de leurs bilans.

Les assureurs et réassureurs ont jusqu'à présent surtout émis de *green bonds*, en format de dettes subordonnées. Et ils suivent le développement du marché des obligations durables en recourant de plus en plus à l'émission à des *social bonds*, de *sustainability bonds* (projets environnementaux et sociaux) et sans doute, prochainement, de *sustainability-linked bonds* (obligations dont le niveau de coupon est lié à l'atteinte d'objectifs ESG), en plein essor.

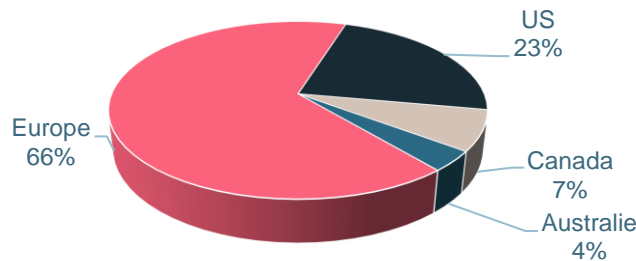
(1) Source : Etudes « sell-side », Initiative pour les obligations climatiques, Environmental Finance, Natixis, OSTRUM AM.

1. Les assureurs en tant qu'émetteurs sur le marché des obligations durables

En raison de leur modèle économique, les assureurs ne sont pas de gros émetteurs obligataires de manière générale. Ils ne sont donc pas, non plus, d'importants émetteurs d'obligations durables. En 2021, les obligations durables émises par les sociétés d'assurance et de réassurance représentaient moins de 1% du total des obligations durables émises.

À fin 2021, et sur la base des données *Bloomberg* et *Environmental Finance*, nous avons identifié **un encours de 19 milliards de dollars d'obligations durables émises par des sociétés d'assurance et de réassurance** (l'« Univers de Référence »). Ces obligations ont été émises par 17 émetteurs issus de 10 pays différents.

Répartition par zones géographiques

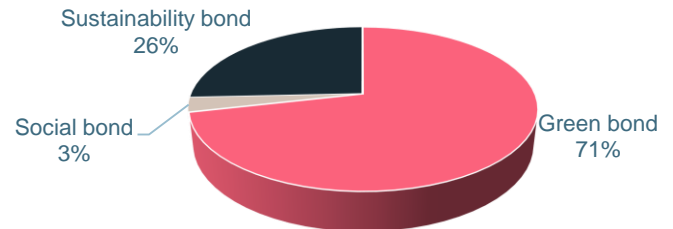


source : Bloomberg, Environmental Finance, OSTRUM AM

La majeure partie des obligations durables émises par des sociétés d'assurance / réassurance sont des obligations vertes. Sur la base de l'Univers de Référence à fin 2021, nous avons identifié 26 green bonds, 9 *sustainability bonds* et 1 social bond. Si aucun *sustainability-linked bond* (SLB) n'a été émis, ce marché devrait néanmoins se développer sous format « senior », ainsi que sous les formats Tier 2 et Tier 3, les coupons step-up étant autorisés pour ces instruments dans le cadre du régime Solvabilité II (alors qu'ils ne sont pas autorisés pour les instruments callable Tier 1 ou Tier 2 avant l'année 10). Cette anticipation dépend néanmoins des recommandations de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP/ « EIOPA ») liées au régime Solvabilité II en ce qui concerne l'éligibilité des SLB. Si cet

organisme n'a pas encore émis de recommandation publiquement, l'Autorité bancaire européenne (ABE), quant à elle, a considéré en juin 2021 que les coupons step-up liés à la non-atteinte des objectifs ESG ne devraient pas être autorisés ou encouragés dans les instruments de capital.

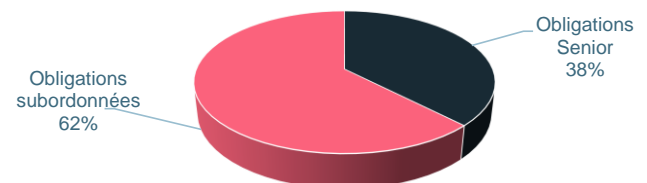
Répartition par types d'obligations durables



source : Bloomberg, Environmental Finance, OSTRUM AM

Les assureurs/réassureurs ont essentiellement émis de la dette subordonnée, en particulier les émetteurs européens, pour lesquels celle-ci a représenté près de 75% des émissions. C'est un niveau conforme à la norme observée sur les émissions obligataires classiques, dans la mesure où les instruments non-seniors permettent aux assureurs d'améliorer leur ratio de Solvabilité. Ce type d'instrument est également pris en compte par les agences de notation dans leur évaluation du capital.

Répartition par niveaux de séniorité



source : Bloomberg, Environmental Finance, OSTRUM AM

Generali a été le premier assureur européen à émettre une obligation verte subordonnée en euro en 2019. Il a été rapidement suivi par CNP Assurances.

Aperçu des obligations durables émises par les sociétés d'assurance et de réassurance

	Nominal (M USD eq.)	Green Bonds	Sustainable Bonds	Social Bonds	Type BBG Class 4
Aflac Inc	400		✓		Life
Assicurazioni Generali	2 098	✓	✓		Life
AXA	1 173	✓			Life
Baloise Holding AG	218	✓			Life
CNP Assurances	826	✓			Life
Equitable Financial Life Global Fun	500		✓		Life
Groupama Group	593	✓			P&C
Groupe Relyens	98		✓		P&c
Helvetia Schweizerische Ver. AG	223	✓			Life
Just Group Plc	774	✓	✓		Life
Manulife	832	✓			Life
MetLife	750	✓			Life
Munich RE	2 655	✓			P&C
Pacific Life	800		✓		Life
Principal Life Global Funding II	600		✓		Life
Prudential Financial Inc	500	✓			Life
QBE Insurance Group	700	✓		✓	P&C
Storebrand Livsforsikring AS	417	✓			Life
Sun Life Financial	567		✓		Life
Swiss Life	1 316	✓			Life
Talanx	565	✓			P&C
Unipol Gruppo	1 186	✓			Life
Uniqa Insurance	650	✓			Life
Vienna Insurance Group	597		✓		Health
TOTAL	19 037				

Source : Ostrum AM, décembre 2021. Périmètre lié à l'Univers de Référence.

Dans l'ensemble, les obligations durables représentent une petite partie du total des obligations émises par les assureurs/réassureurs. À fin 2020 (des données actualisées n'étaient pas disponibles à la date de l'étude) et sur la base de l'univers d'assureurs/réassureurs couvert par Ostrum AM (qui représente 62% de l'Univers de Référence), les obligations durables représentaient au maximum 14% du total de la dette obligataire émise.

Au 31 décembre 2020 ⁽¹⁾						
Nom de l'émetteur	Membre NZAO*	Membre NZI**	Oblig. durables émises (M€)	Total oblig. émises (M€)	% oblig. durables émises vs total oblig. Émises	Sériorité obligations durables (2)
Assicurazioni Generali	oui	oui	1.35	9.4	14%	T2
AXA	oui	oui	1	16.6	11%	T2
MetLife	non	non	0.75	18.2	8%	Senior
Swiss Life	non	non	0.6	4.9	6%	Senior
Talanx	non	non	0.5	5.6	5%	T2
Vienna Insurance Group	non	non	0	2.2	0%	Senior
Groupama Group	non	non	0.5	3.3	5%	T3
CNP Assurances	oui	non	0.75	9.3	8%	T2
Munich RE	oui	oui	1.25	5.3	13%	T2
Unipol Gruppo	non	non	1	5.3	11%	Senior

(1) source: reportings financiers et extra-financiers des entreprises + présentations des investisseurs

(2) basé sur l'encours des obligations durables au 21 janvier 2022

* NZAO (= Net Zero Asset Owner Alliance *) <https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>; ** NZI (= Net Zero Insurance Alliance *) <https://www.net-zero-initiative.com/en>

Source Ostrum AM

2. L'intérêt des émissions d'obligations durables par les assureurs/réassureurs.

Les obligations durables visent à financer des projets liés à la transition énergétique et écologique et aux initiatives permettant de répondre aux enjeux sociétaux. L'émission d'obligations durables est donc une opportunité pour les assureurs/réassureurs d'implémenter **leurs politiques RSE afin de respecter leurs engagements en termes d'impact climatique et social**. Les émetteurs peuvent en effet mettre en évidence de manière proactive leurs compétences ESG et leurs stratégies durables par le biais des frameworks (documents définissant le cadre des émissions) et de roadshows.

C'est également un moyen de **bénéficier d'un niveau de coupon moindre (« greenium »)** en raison de la forte demande en obligations durables de la part des investisseurs. Les sociétés d'assurance en Europe ont réalisé des économies de l'ordre de 10 à 15 pb sur des instruments verts Tier 2 et d'environ 5 à 10 pb sur les instruments seniors (Source : FitchRatings _ Assurance : l'avenir sera-t-il vert ? _ 15 mars 2021).

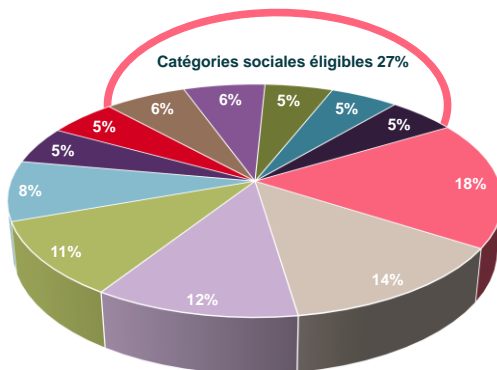
Les investisseurs étant néanmoins de plus en plus exigeants sur la transparence et l'additionnalité, les assureurs doivent être sélectifs lorsqu'ils définissent les catégories d'actifs éligibles. Les

pratiques telles que celles employées par QBE Insurance, dont la première obligation verte visait à refinancer un portefeuille d'obligations vertes, ne sont plus acceptées.

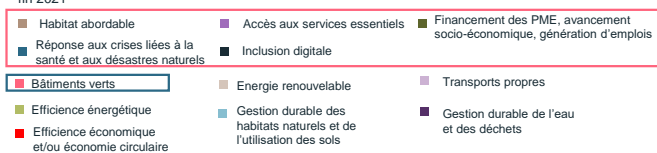
3. L'utilisation des produits issus des obligations vertes est dominée par les bâtiments verts

Les catégories éligibles au sein des cadres réglementaires des assureurs sont assez diversifiées. Parmi elles, les **catégories sociales** représentent **27%**.

Pourcentage des frameworks contenant la catégorie éligible

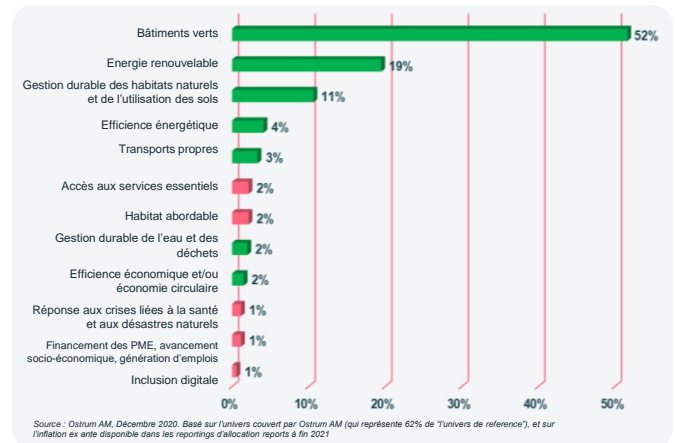


Source : Ostrum AM, Décembre 2020. Basé sur l'univers couvert par Ostrum AM (qui représente 62% de l'univers de référence), et sur l'inflation ex ante disponible dans les reportings d'allocation reports à fin 2021



Si les catégories éligibles présentes au sein des frameworks des émetteurs semblent assez diversifiées (voir ci-dessus), l'essentiel des produits issus des obligations durables, émises par les sociétés d'assurance/réassurance, ont été principalement fléchés vers la **catégorie des bâtiments verts (52%)**, suivis par celle des projets liés aux énergies renouvelables (19%). Seuls 7% du produit des obligations ont été fléchés vers des projets liés aux catégories sociales éligibles.

Allocation moyenne des financements issus des obligations par catégorie éligible



4. Exemple d'analyse d'une obligation verte émise par une société d'assurance

Chez Ostrum AM, nous détenons plus de 21 milliards d'euros d'obligations durables sous gestion à fin mars 2022. Compte tenu du caractère auto-étiqueté du marché durable, il était crucial pour nous de développer une méthodologie dédiée afin d'évaluer chaque catégorie d'obligation durable et, ainsi, d'éviter le risque de « green/social washing », tout en optimisant la qualité de durabilité de nos investissements.

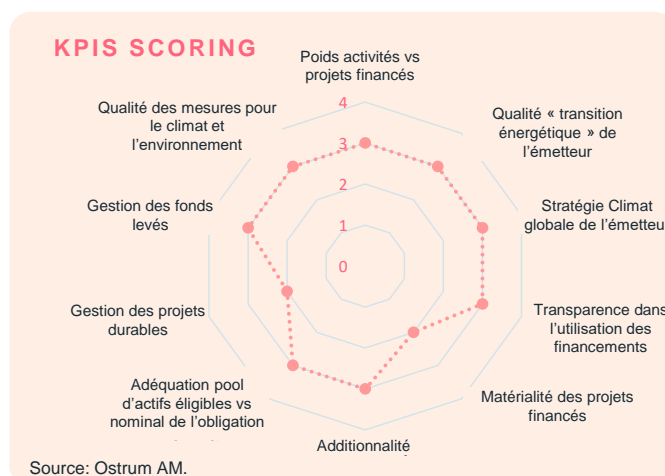
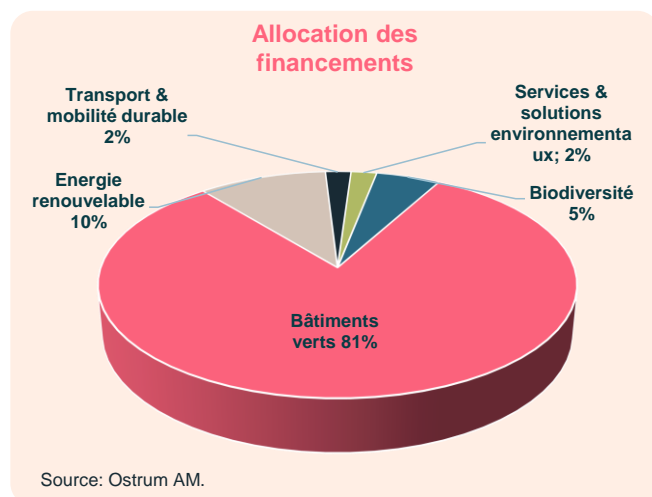
Notre approche comprend deux étapes. D'abord, nous analysons la stratégie de l'émetteur sur le plan climatique/environnemental et/ou social. Puis nous évaluons l'instrument. Pour les obligations « *use of proceeds* », notamment les obligations vertes, nous évaluons divers éléments, en particulier la transparence en matière d'allocation des fonds, l'additionnalité des projets (financement de nouveaux projets vs refinancement de projets existants, investissements financiers (financial CAPEX) vs investissements de développement (development CAPEX), nature des dépenses de fonctionnement (OPEX), durée de la « look-back period » ...), matérialité du projet (caractère vert) ainsi que la méthodologie de reporting d'impact. Ce sont globalement 10 KPIs qui sont analysés par notre équipe d'analystes dédiés aux obligations durables.

Ces analystes spécialisés sur les obligations durables travaillent étroitement avec les analystes crédit, afin de mieux comprendre et évaluer l'exposition des émetteurs aux risques ESG (veuillez vous référer à l'étude précédente intitulée : « Assureurs : pourquoi la durabilité est-elle importante », publiée par Ostrum AM en mars 2022*), mais aussi aux opportunités, afin d'identifier les meilleurs acteurs du marché, qui font de la lutte contre le changement climatique un cercle vertueux dans l'ensemble de leurs activités. Nous valorisons, par exemple, le développement de solutions d'assurance pour les technologies durables (technologies innovantes liées au solaire, à l'éolien et à l'hydraulique ainsi qu'au stockage d'énergie), qui requièrent des solutions d'assurance fiables pour attirer les investisseurs et accélérer leur déploiement. En développant de telles solutions, les assureurs supportent une partie des risques très spécifiques associés à ces actifs et rendent les nouvelles technologies bas carbone plus attrayantes pour les investisseurs. Les assureurs peuvent ainsi renforcer leur action contre le changement climatique, tout en développant des opportunités commerciales.

* <https://www.ostrum.com/en/article-insight/insurers-why-sustainability-matters>

Étude de cas d'une obligation verte émise par une compagnie d'assurance

Sur la base de notre processus de scoring, nous identifions les points forts et les faiblesses qui se traduiront par une note finale.



Les points forts de cette émission sont 1/ des catégories éligibles définies de manière transparente dans le framework et qui apparaissent conformes aux critères d'éligibilité techniques de la taxonomie verte européenne, ainsi que 2/ des processus de sélection des projets durables et de suivi en ligne avec les bonnes pratiques du marché.

Les faiblesses identifiées portent sur la stratégie climatique relativement peu ambitieuse, ainsi que l'absence d'information ex ante relative à l'allocation des fonds, au portefeuille d'actifs éligibles, aux futurs indicateurs d'impact et à leurs méthodologies de calcul sous-jacente. Enfin, l'émetteur ne fait pas référence aux standards de place les plus reconnus en matière de reporting.

5. Qu'en est-il des investissements des assureurs/réassureurs en obligations durables ?

Les obligations durables, et plus généralement les investissements durables, représentent une part limitée des investissements des assureurs/réassureurs. Par ailleurs, il y a un manque avéré de transparence et de standardisation concernant la définition des investissements « verts/de transition » et la signification concrète de la neutralité carbone d'ici à 2050 (nécessité d'objectifs intermédiaires et d'un reporting lié aux méthodologies permettant d'évaluer l'empreinte carbone des investissements).

À la fin de 2020, en nous basant sur l'univers assurance/réassurance couvert par Ostrum AM (qui représente 62% de l'Univers de Référence), les obligations durables ont représenté au maximum 4,4% du portefeuille d'investissements obligataires total, tandis que les investissements verts ont représenté au maximum 5,1% du portefeuille d'investissements total.

les investissements conformes à la taxonomie et un « ratio de primes non-vie », basé sur les activités d'assurance conformes à la taxonomie).

CONCLUSION

Le marché des obligations durables suscite un intérêt croissant de la part des assureurs/réassureurs. Si leur exposition à un tel marché reste aujourd'hui limitée, nous anticipons des évolutions importantes, tant sur le plan des actifs que des passifs. De tels instruments créent en effet une dynamique positive, notamment en termes d'amélioration des pratiques RSE, de réduction du coût des obligations émises, et de réduction des risques physiques, grâce à des stratégies ALM efficaces. Les obligations durables constituent aussi un outil adapté pour les assureurs/réassureurs, en leur permettant de jouer le rôle stratégique qu'ils ont dans la réorientation des flux de capitaux vers les actifs durables, tout en se conformant à une réglementation plus stricte en matière de publication extra-financière. Elles contribuent également à l'atteinte de leurs objectifs exigeants en matière de transition, en phase avec l'Accord de Paris.

La part des investissements verts au sein des actifs des assureurs devrait toutefois croître significativement. En effet, **les assureurs ont un rôle essentiel à jouer dans la réorientation des flux financiers vers des infrastructures innovantes bas carbone, qui nécessitent des financements à long terme.** Ceci peut être réalisé par le biais de stratégies ALM efficaces, en particulier pour les assureurs-vie, dont les engagements s'inscrivent sur le long terme. Investir dans des projets verts permet également aux assureurs de réduire le risque climatique lié à leur portefeuille d'investissements.

Enfin, la croissance des investissements durables repose également sur une pression réglementaire accrue, notamment en Europe. En 2021, EIOPA a présenté ses recommandations à la Commission Européenne sur la divulgation obligatoire d'indicateurs clés de performance en matière de durabilité par les assureurs et réassureurs dans le cadre du Règlement Disclosure (SFDR). L'Autorité de l'assurance a proposé de mettre en place des KPIs pour les investissements durables ainsi que pour les activités de souscription d'assurance durables (un « ratio d'investissement », basé sur

Grâce à un cadre réglementaire renforcé et le développement de standards tels que les Green Bond Principles et les Social Bonds Principles publiés par l'International Capital Market Association (ICMA), les assureurs/réassureurs sont plus confiants pour venir sur le marché des obligations durables car ils disposent d'un cadre plus normé pour réaliser leurs émissions. A ce jour, les assureurs/réassureurs ont surtout émis des obligations vertes, ce qui est conforme au marché au global. Nous pensons que les obligations sociales et autres obligations durables vont croître dans un futur proche, en raison du focus de ces acteurs sur une transition juste incluant les enjeux sociaux.

Rédigé en mai 2022.

Au 31 décembre 2020									
Nom de l'émetteur	Membre NZAO*	Membre NZI**	Invest. En oblig. Durables Md€	Invest. Verts Md€	Total portefeuille d'invest. oblig. nominales Md€	Total portefeuille d'invest. Md€	Invest. Oblig. durables / Total portefeuille d'investissements oblig.	Total invest. verts / Total portefeuille d'invest.	Cible d'investissements verts
Assicurazioni Generali	oui	oui	NA	5.97	293	493	NA	1.2%	EUR 4.5bn by 2021
AXA	oui	oui	5.4	24.00	458	572	1.2%	4.2%	EUR 24bn by 2023
MetLife	non	non	NA	26.00	354	508	NA	5.1%	EUR 20bn by 2030
Swiss Life	non	non	0.50	0.60	96	178	0.5%	0.3%	NA
Talanx	non	non	1.9	3.70	118	135	1.6%	2.8%	EUR 5bn (LT goals)
Vienna Insurance Group	non	non	0.24	NA	27	37	0.9%	NA	NA
Groupama Group	non	non	1.54	1.74	54	73	2.8%	2.4%	EUR 3bn by 2021
CNP Assurances	oui	non	12.00	17.20	273	337	4.4%	5.1%	EUR 20bn by 2023
Munich RE	oui	oui	1.85	2.80	215	253	1.6%	1.1%	NA
Unipol Gruppo	non	non	NA	0.61	54	62	NA	1.0%	EUR 600M by 2021

* NZAO (Non Zero Asset Owner Alliance) | <https://www.nzao.org/> | ** NZI (Non Zero Insurance Alliance) | <https://www.nzao-ia.com/en> | Source: Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

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.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. 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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

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: 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 Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

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.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



www.ostrum.com