

Actionnariat actif : les clés du succès



Actionnariat actif : les clés du succès

E4S White Paper

Jean-Pierre Danthine & Florence Hugard

Avril 2022

© Enterprise for Society (E4S) Center, 2022

Remerciements à Carla Schmid et Nicolas Wille pour le soutien en matière de recherche, à Oscar Vosshage pour la traduction, à Dominik Breitingner (E4S) et Boris Thurm (E4S) pour les retours précieux, et à Vincent Kaufmann (Ethos), Gemma Corrigan (Hermes Investment), Iva Koci (Imperial College), Michael Wilkins (Imperial College & TCFD), Edouard Dubois (ISS), Fassil Michael (ISS), Anna Warner (ISS), Anne-Cathrine Frogg (Jela Capital), Jeanne Martin (ShareAction), Marc Briol (Pictet), Marie-Laure Schaufelberger (Pictet) et Laure Castella (Retraites Populaires), Jean-Christophe Van Tilborgh (Retraites Populaires) pour les discussions instructives.

Enterprise for Society (E4S) Center est une joint-venture de l'Université de Lausanne à travers sa faculté des Hautes Études Commerciales (UNIL-HEC), de l'Institute for Management Development (IMD) et de l'École polytechnique fédérale de Lausanne (EPFL), sous l'égide du Collège de Management de la Technologie, avec pour mission de mener la transition vers une économie plus résiliente, plus respectueuse de l'environnement et plus inclusive.

Cette recherche a été réalisée dans le cadre d'un partenariat avec les Retraites Populaires et Pictet Asset Services.



TABLES DES MATIÈRES

1	Résumé	3
2	Introduction	5
3	Les caractéristiques de la cible	6
4	Facteurs de succès à une initiative actionnariale	9
4.1	Profil de l'entreprise	9
4.1.1	Maturité et visibilité	9
4.1.2	Expertise ESG	9
4.1.3	Stabilité financière et dépenses discrétionnaires	10
4.1.4	Performance boursière	10
4.1.5	Structure actionnariale	10
4.2	Profil de l'investisseur engagé	13
4.2.1	Localisation	13
4.2.2	Influence et crédibilité de l'investisseur	13
4.2.3	Type d'investisseurs	14
4.3	Caractéristiques de l'engagement	14
4.3.1	Type d'engagement	15
4.3.2	Thématiques de l'engagement et coûts de réformes	15
4.3.3	Niveau du processus d'escalade	16
5	Que faire lorsque l'entreprise ne répond pas ?	16
5.1	Intensifier l'engagement	16
5.2	Collaborer avec d'autres acteurs de l'écosystème	16
6	Glossaire	19
7	Références	20

1 RÉSUMÉ

Exit vs. voice, ou défection vs. prise de parole en français, tel est généralement le choix d'actionnaires responsables face à une entreprise dans laquelle ils ont investi mais qui fait preuve d'un comportement non conforme à leurs valeurs. Dans le premier cas, ils décideront de se dissocier et de désinvestir, dans le second, d'engager le dialogue pour initier un changement. Cette dernière stratégie fait référence à l'actionnariat actif et constitue le sujet de cette analyse.

Mais comment favoriser le succès de l'actionnariat actif ? Dans quels cas les entreprises sont-elles plus susceptibles de se conformer aux demandes ESG des investisseurs ? Et que faire lorsqu'elles n'y répondent pas ? Les entreprises ciblées ont un profil spécifique et ce profil, ainsi que celui de l'investisseur et les caractéristiques de l'engagement lui-même vont impacter le résultat des initiatives actionnariales.

Les entreprises matures sous contraintes financières sont souvent ciblées, qu'elles aient des pratiques ESG mitigées ou au contraire démontrent de l'expertise dans ce domaine. Cibler de grandes entreprises présente plusieurs avantages tels qu'un potentiel d'impact plus grand et la visibilité accrue que cela procurerait à l'investisseur. Aussi, une entreprise sous pression financière et sous-performant ses pairs serait plus susceptible d'accepter les demandes des actionnaires. Par contre, les actionnaires activistes visent à la fois les entreprises ayant une marge de progression élevée dans leurs pratiques ESG et les entreprises avec une expertise ESG démontrée.

Trois catégories de facteurs influencent le résultat d'initiatives actionnariales : le profil de l'entreprise, le profil de l'investisseur et les caractéristiques de l'engagement. Les entreprises matures et conscientes des questions ESG sont les plus susceptibles de se conformer aux demandes des actionnaires. Les investisseurs institutionnels locaux avec un historique d'engagements fructueux avec l'entreprise semblent atteindre plus souvent leurs objectifs. Enfin, les engagements collaboratifs à plusieurs niveaux, traitant de la gouvernance d'entreprise ou ayant une approche plus agressive semblent être davantage fructueux.

Que faire lorsque l'actionnariat actif ne porte pas ses fruits ? Pour augmenter les chances de succès, il conviendrait donc de mettre davantage l'accent sur les engagements collaboratifs dirigés par des investisseurs locaux, de préférence de grands gestionnaires d'actifs, et axés sur des entreprises matures et conscientes des questions ESG. Bien que leur probabilité de réussite soit plus faible, les petites entreprises et les retardataires ne doivent cependant pas être oubliés. Intensifier l'engagement ou collaborer avec d'autres acteurs, tels que les investisseurs obligataires et les crédateurs, peut aider lorsqu'un premier engagement a échoué.

POINTS ESSENTIELS

- 1 Les entreprises matures et sous contraintes financières sont plus souvent la cible de l'actionnariat actif.
- 2 Trois catégories de facteurs influencent le résultat d'initiatives actionnariales : le profil de l'entreprise, le profil de l'investisseur et les caractéristiques de l'engagement.
 - a. Les entreprises matures et conscientes des questions ESG sont les plus susceptibles de se conformer aux demandes des actionnaires.
 - b. Les investisseurs institutionnels locaux avec un historique d'engagements fructueux avec l'entreprise semblent atteindre plus souvent leurs objectifs.
 - c. Les engagements collaboratifs à plusieurs niveaux, traitant de la gouvernance d'entreprise ou ayant une approche plus agressive semblent être davantage fructueux.
- 3 Bien qu'elles répondent moins à l'engagement, les plus petites entreprises et les retardataires ne doivent pas être laissées de côté. Une intensification de l'engagement ainsi qu'une collaboration avec d'autres acteurs tels que les investisseurs obligataires et les créiteurs peuvent aider lorsqu'un premier engagement échoue.

SÉRIE E4S SUR L'ACTIONNARIAT ACTIF

En décembre 2021, E4S avait étudié **l'impact du désinvestissement** en tant que stratégie responsable. La série E4S sur l'actionnariat actif se penche sur une alternative au désinvestissement : l'engagement et le vote. La première étude de cette série, **Actionnariat actif : par qui et comment ?**, a décrypté cette pratique. La seconde, **Actionnariat actif : pour quel impact ?**, étudie les bénéfices et coûts pour l'investisseur qui s'engage et les réactions et changements de comportement de l'entreprise ciblée. Pour être fructueux dans leurs engagements, les investisseurs devront toutefois prendre en compte différents facteurs. La présente et dernière analyse de la série développe finalement comment le profil de l'entreprise ciblée et de l'investisseur ainsi que les caractéristiques de l'engagement peuvent influencer l'issue d'une initiative actionnariale.

2 INTRODUCTION

Exit vs. voice, ou défection vs. prise de parole en français, tel est généralement le choix d'actionnaires responsables face à une entreprise dans laquelle ils ont investi mais qui fait preuve d'un comportement non conforme à leurs valeurs [1]. Dans le premier cas, ils décideront de se dissocier et de désinvestir [2], dans le second, d'engager le dialogue pour initier un changement. Cette dernière stratégie fait référence à l'**actionnariat actif** et constitue le sujet même de cette analyse.

Par leurs droits et la particularité de leur statut, les actionnaires peuvent influencer la stratégie organisationnelle ou signaler leur désapprobation ; cela dans le but de promouvoir la réussite durable de l'entreprise et ainsi protéger et accroître la valeur leur revenant [3]. C'est sur ces principes que se base l'actionnariat actif.

Il s'applique traditionnellement aux actions cotées en bourse et se base sur deux composantes principales : le vote et l'engagement. Tous deux sont extrêmement liés, se complètent et peuvent s'enclencher l'un l'autre. L'engagement pourra être privé ou public, individuel ou collaboratif, ou un mixte en fonction de la réceptivité de l'entreprise ciblée. Les thèmes et les acteurs sont divers et les réglementations et la culture autour de l'actionnariat actif varient selon les régions. Aussi, l'engagement s'étend à d'autres classes d'actifs telles que les obligations d'entreprises et souveraines, ainsi que le private equity [4]. La présente analyse se concentre principalement sur les problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG).

Tant les investisseurs s'engageant que les entreprises ciblées sont impactés par l'actionnariat actif. Les premiers s'exposent à des coûts administratifs et indirects élevés mais sont souvent récompensés par des rendements supérieurs. Les secondes améliorent généralement leurs pratiques ESG, surtout lorsqu'elles accusent un retard par rapport à leurs pairs. Elles voient aussi leur performance opérationnelle et financières s'améliorer.

Mais comment s'assurer du succès de l'actionnariat actif ? Dans quels cas les entreprises sont-elles plus susceptibles de se conformer aux exigences ESG des investisseurs ? Et que faire lorsqu'elles ne le font pas ? Le choix pragmatique de l'actionnariat actif par opposition à l'exclusion repose sur deux conditions. Premièrement, il paraît envisageable de changer le comportement de l'entreprise via cette stratégie, et deuxièmement, un actionnariat actif fructueux semble avoir un impact net positif relativement plus important que l'exclusion. Il est indéniablement complexe d'évaluer ces deux aspects ex-ante. Néanmoins, certains facteurs peuvent fournir des indications sur les perspectives de succès. Cette analyse définira plus amplement ce qui est entendu par « succès » dans le cadre de l'actionnariat actif et dépeindra les caractéristiques généralement observées chez les entreprises ciblées (Section 3). Elle détaillera les différents facteurs de succès et en particulier ceux liés au profil de l'entreprise ciblée (Section 4.1), à celui de l'investisseur engagé (Section 4.2) et aux caractéristiques de l'engagement (Section 4.3). Finalement, elle abordera les démarches à adopter lorsque l'entreprise ne répond pas à un premier engagement (Section 5).

3 LES CARACTÉRISTIQUES DE LA CIBLE

Les investisseurs responsables activistes ont tendance à viser des entreprises possédant un profil spécifique. Leur taille, expertise ESG, situation financière, performance et structure actionnariale constituent des critères importants dans la décision d'engagement ESG. Les entreprises matures sous contraintes financières sont souvent ciblées, qu'elles aient des pratiques ESG mitigées ou au contraire de l'expertise dans ce domaine (Figure 1).

3.1 MATURITÉ ET VISIBILITÉ

Les cibles de l'actionariat actif ESG sont généralement des entreprises matures et à haute visibilité. Une entreprise semble en effet avoir plus de chance d'être l'objet d'un engagement ESG si elle présente une part de marché élevée ainsi qu'une croissance des ventes et une volatilité des rendements plus faibles comparé à son industrie - deux caractéristiques typiques des entreprises bien établies. Bien que l'engagement de fonds spéculatifs tend à viser les entreprises à petite ou moyenne capitalisation [5], les géants industriels avec de haute capitalisation boursière et une proportion importante des ventes effectuées à l'étranger seraient d'autant plus soumise à la surveillance accrue du public et des investisseurs responsables [6]–[8]. Les entreprises ciblées par l'engagement environnemental et social seraient également davantage préoccupées par leur réputation : elles sont plus couvertes médiatiquement et ont des ressources publicitaires plus importantes que leurs pairs [7].

Cibler de grandes entreprises aurait plusieurs avantages pour les actionnaires engagés. Cela augmenterait les chances de capter le soutien et l'attention du public et

des médias, créerait un potentiel de *spillover* sur des pairs de l'industrie, ou encore permettrait de renforcer l'identité du groupe d'actionnaires engagés [2]. Les grandes entreprises sont néanmoins plus difficiles à contrôler efficacement pour les actionnaires et par implication plus exposées aux [problèmes d'agence](#) [9].

3.2 EXPERTISE ESG

Les actionnaires activistes ont tendance à cibler les entreprises ayant une marge de progression plus importante dans leurs pratiques ESG, en particulier celles de gouvernance [6], [7]. Dans l'étude de Barko et al. (2018) se basant sur les résultats d'un gestionnaire d'actifs européen, une diminution d'un écart-type du score ESG – de l'ordre de 23.8 points – est associée à une augmentation de la probabilité d'être ciblé de 2.45%. Viser les entreprises nécessitant des améliorations dans les pratiques de gouvernance peut mener un conseil d'administration à être plus indépendant de la direction limitant ainsi les problèmes d'agence. Et un conseil d'administration plus indépendant pourrait être plus réceptif aux demandes ESG d'investisseurs [9].

Dans le cas des engagements collaboratifs, la tendance semble inverse. Les groupes d'actionnaires se concentreraient davantage sur les leaders du secteur avec une expertise ESG démontrée et qui souhaitent éviter un abaissement de leur notation ESG. De la même manière, les entreprises qui opèrent dans des pays où les politiques RSE¹ sont davantage présentes, telles que la France, la Scandinavie ou l'Allemagne, seraient plus susceptibles d'être ciblées et d'atteindre les objectifs fixés dans les engagements environnementaux et sociaux [8].²

¹ Responsabilité sociétale des entreprises

² Dimson et al. (2021) notent que l'environnement juridique de l'entreprise seraient corrélé à son score ESG.

3.3 SITUATION FINANCIÈRE ET DÉPENSES DISCRÉTIONNAIRES

La présence de contraintes financières augmenterait la probabilité d'engagement.

Les entreprises ciblées auraient un levier plus élevé et moins de liquidités que leurs pairs [5], [7], [8]. Les activistes pourraient supposer qu'une entreprise sous pression financière sera plus susceptible d'accepter leurs demandes. Ce résultat doit néanmoins être contrasté dans le cas de demandes de réformes environnementales pour lesquelles les investisseurs se concentrent sur des cibles ayant de plus hautes liquidités [7].

L'importance des dépenses discrétionnaires dans la décision d'engager varie.

Certains investisseurs préfèrent s'engager avec des entreprises avançant des dépenses, e.g. en capital, faibles, parce qu'elles ont plus de marge pour investir le capital nécessaire aux réformes [7]. D'autres voient plus de potentiel de succès dans les entreprises dépensières : si elles versent des dividendes importants, cela veut dire qu'elles sont en mesure de mettre en place de meilleures pratiques ESG en ré-

allouant leur capital ; si elles ont des dépenses en capital importantes, cela veut peut-être dire qu'elles ont déjà effectué des investissements ESG et sont plus à même de répondre à nouveau aux demandes actionnariales [8].

3.4 PERFORMANCE BOURSÈRE

L'engagement ESG n'est pas réservé aux entreprises qui sous-performent en bourse.

Dans l'engagement de fonds spéculatifs traditionnels, les cibles sont souvent des entreprises présentant des rendements plus faibles que leurs pairs : en les engageant, l'activiste peut espérer dégager de la valeur et profiter des changements qu'il initie [5], [7]. Cependant, une bonne performance de l'action, suggérant une position plutôt favorable à l'amélioration de processus, est parfois liée à une probabilité d'engagement plus haute notamment lorsqu'il traite d'aspects ESG [6]. Certaines cibles d'engagements collaboratifs présentent aussi une performance financière mixte avec des rendements faibles mais un ROA élevé comparé à l'industrie [8].

Figure 1 : Récapitulatif des caractéristiques des cibles et impact sur la probabilité de se faire engager

Facteur	Impact
Maturité & visibilité	+
Expertise ESG	
Pour les engagements collaboratifs	+
Pour les engagements de gouvernance	-
Situation financière	
Contraintes financières	+
Dépenses discrétionnaires	?
Performance boursière	
Pour l'activisme de fonds spéculatifs traditionnel	-
Pour l'activisme ESG	+
Structure actionnariale	
Présence d'investisseurs responsables	+
Présence de dirigeants	-

3.5 STRUCTURE ACTIONNARIALE

Les entreprises ciblées attirent davantage les investisseurs responsables. Bien qu'en termes absolus ils ne détiennent parfois qu'un faible pourcentage du capital-actions, les investisseurs socialement conscients, tels que les fonds de pensions responsables, les signataires de l'[UN PRI](#) ou encore les fonds [ISR](#), ont des participations plus importantes dans les entreprises ciblées que dans leurs pairs [7], [8].

Les entreprises avec une présence notable de leurs dirigeants dans l'actionnariat sont des cibles moins attractives. Les dirigeants qui détiennent une participation élevée – et les droits de votes associés – sont censés assumer dans une plus large mesure les conséquences de leurs décisions. Les entreprises avec une participation d'*insiders* élevée seraient par conséquent moins susceptibles d'attirer l'engagement actionnarial étant donné leur potentiel de résistance face aux propositions ESG avancées par des investisseurs externes [8], [9].

Box 1 : COMMENT DÉFINIR LE SUCCÈS ?

Un engagement actionnarial est réussi lorsque l'entreprise est réceptive aux suggestions et points de vue des investisseurs engagés et prend des mesures concrètes pour les mettre en œuvre. Il existe différents indicateurs témoignant du succès des actions d'investisseurs engagés. Deux des plus notables sont le taux d'acceptation d'une proposition d'actionnaires ainsi que son retrait. D'autres mesures propres à l'initiative actionnariale sont aussi utilisées.

- **Taux d'acceptation de propositions d'actionnaires**

Le taux d'acceptation d'une résolution donne une indication de l'opinion des actionnaires. Bien qu'il puisse être utilisé comme un indicateur de succès d'une stratégie d'engagement, un résultat positif ne se traduit pas toujours en une action concrète de l'entreprise. En raison de leur nature parfois consultative, celle-ci n'a en effet pas l'obligation légale d'implémenter une proposition d'actionnaires ayant reçu un vote majoritaire. Par conséquent, l'acceptation de la proposition n'implique pas une implémentation et, inversement, le refus n'implique une non-implémentation. Le taux d'implémentation de propositions obtenant une majorité des votes reste tout de même plus important que celui de propositions qui ne l'obtiennent pas [10].³

- **Retraits de propositions d'actionnaires**

Le retrait de propositions d'actionnaires peut indiquer le succès d'une action actionnariale privée. Le simple dépôt de propositions d'actionnaires, notamment sur les questions environnementales et sociales, peut servir de point de départ au dialogue et ultimement améliorer la performance de l'entreprise dans ces thématiques [11]. Généralement, une issue favorable à ces discussions entraîne un retrait de la proposition d'actionnaires. Les propositions retirées sembleraient même avoir plus d'impact sur les pratiques de l'entreprise, e.g. relatives à la rémunération du management, que les propositions soumises à la votation et qui ont reçu ex post relativement peu de votes [12]. Au printemps 2021, la Fondation Ethos et sept caisses de

3 L'analyse de Ertimur et al. (2010) se concentre sur les propositions liées aux questions de gouvernance d'entreprise et publiées entre 1997 et 2004. La probabilité d'implémentation de la proposition augmente avec le pourcentage de vote en faveur de la proposition et le poids des actionnaires l'ayant soumise et la supportant.

pension suisses avaient par exemple déposé une [résolution d'actionnaire](#) à l'AG de Nestlé visant à demander l'organisation d'un vote « Say on Climate ». ⁴ Peu après le dépôt, le conseil d'administration de Nestlé annonçait qu'il soumettrait sa stratégie climatique au vote, conduisant la Fondation Ethos à retirer sa résolution [13].

▪ Mesures propres à l'initiative actionnariale

L'engagement privé reste une méthode privilégiée par les investisseurs et est bien souvent employée avant un dépôt de résolutions [2]. Dans ce contexte, l'évaluation du succès aura tendance à être qualitative et non-binaire car elle doit s'effectuer dans le cadre de négociations et au cas par cas, en fonction de l'industrie, de l'entreprise ou encore de la thématique des revendications. Certaines institutions établissent des mesures de succès dépendamment de chaque projet et type d'engagement. Dans le cadre de sa plateforme d'engagement collaboratif, l'UN PRI compare les mesures établies pour chaque entreprise ciblée sur les périodes avant et après engagement [8]. Certains projets d'engagement vont être considérés comme fructueux si l'entreprise signe une initiative (e.g. sur la gestion de l'eau tel que le CEO Water Mandate), définit des objectifs, (e.g. de réductions d'émissions de GES), ou encore fait des progrès en direction de ces objectifs. Les [scorecards](#) sont également un outil souvent utilisé.

4 FACTEURS DE SUCCÈS À UNE INITIATIVE ACTIONNAIRE

Comme pour n'importe quel type de négociation, son succès va dépendre de nombreux facteurs (Box 1). Pour l'actionariat actif ESG, ceux-ci peuvent être regroupés en trois catégories : le profil de l'entreprise ciblée, le profil de l'investisseur engagé et les caractéristiques de l'engagement.

4.1 PROFIL DE L'ENTREPRISE

La maturité, l'expertise ESG, la stabilité et performance financière, ou encore la structure actionnariale de l'entreprise sont des dimensions pouvant influencer le résultat de l'action d'engagement menée. Les entreprises matures et conscientes des questions ESG sont les plus susceptibles de se conformer aux requêtes des actionnaires (Figure 2).

4.1.1 Maturité et visibilité

Dans les faits, il semble que les entreprises matures soient plus ouvertes à l'engagement et plus enclines à réaliser des

progrès et à se conformer aux demandes ESG : les entreprises réceptives auraient une croissance des ventes faible et déjà passé le stade d'expansion [6]–[8]. Cette tendance pourrait s'expliquer par leur capacité d'investissements plus importante et leur crainte de mauvaise presse mais aussi par le fait que répondre à l'engagement peut avoir des bénéfices opérationnels [14].

4.1.2 Expertise ESG

La probabilité de succès d'un engagement actionnarial est positivement impactée par l'expertise ESG de l'entreprise ciblée [6], [8]. Disposer d'antécédents solides et d'un savoir-faire en matière ESG permettrait à l'entreprise de se conformer plus facilement compte tenu du faible écart entre les demandes et les pratiques existantes. L'expertise ESG d'une entreprise indique aussi l'importance qu'elle accorde à ces questions. Néanmoins, le potentiel d'impact de

⁴ Les votes « Say on Climate » permettent aux investisseurs d'évaluer la stratégie climatique et la gestion des risques associés de l'entreprise ainsi que d'augmenter la pression actionnariale lorsque les mesures prises sont insuffisantes.

l'engagement est plus faible que s'il visait des entreprises en retard sur leurs pairs.

4.1.3 Stabilité financière et dépenses discrétionnaires

La présence de contraintes financières peut entraver le succès d'engagements environnementaux. Des liquidités importantes ainsi qu'un effet de levier et des dépenses R&D et en capital plus faibles faciliteraient l'implémentation de meilleures pratiques environnementales, généralement coûteuses contrairement à celles liées à la gouvernance d'entreprise [7].

Dans d'autres cas, les contraintes financières semblent favoriser le succès de l'engagement. Les entreprises ne détenant pas un coussin de liquidités sont plus dépendantes du financement externe et, par conséquent, intéressées à maintenir de bonnes relations avec les investisseurs et à se conformer à leurs demandes [6].

4.1.4 Performance boursière

La performance boursière n'influerait pas directement la probabilité de succès d'engagements ESG. Bien que des entreprises sous-performantes puissent juger les préoccupations des investisseurs plus pertinentes et veulent prévenir un activisme plus agressif, leurs rendements boursiers n'influenceraient pas leur réponse face aux

demandes des actionnaires [6] contrairement à leur efficacité opérationnelle [7].

4.1.5 Structure actionnariale

Il semblerait que la présence d'investisseurs responsables n'incite pas particulièrement les entreprises à se conformer aux demandes liées à la gouvernance d'entreprise, [7]. En revanche, lorsqu'ils allient leurs forces dans le cadre d'engagements collaboratifs, les résultats apparaissent comme plus probants [8].

Par contre, la présence d'un investisseur coordinateur principal dans les engagements collaboratifs ESG jouerait un rôle catalyseur dans l'amélioration des pratiques des entreprises. L'investisseur coordinateur principal fait généralement preuve d'un engagement fort en faveur de la durabilité et a un potentiel d'influence plus important sur les performances environnementales et sociales des entreprises que des investisseurs institutionnels moins impliqués. Même si sa participation au capital est relativement faible, elle semble associée à de plus hauts scores environnementaux et sociaux [15].

Quand la direction représente une partie significative du capital-actions, il est difficile pour les investisseurs s'engageant d'atteindre leurs objectifs sans collaboration ou consensus. Et l'escalade n'est pas

Figure 2 : Profil de l'entreprise et impact sur la probabilité de succès de l'engagement

Facteur	Impact
Maturité & visibilité	+
Expertise ESG	+
Situation financière	
Contraintes financières et coût de réforme élevé	-
Contraintes financières et dépendance au financement externe	+
Performance boursière	Pas d'impact
Structure actionnariale	
Présence d'investisseurs responsables	Pas d'impact
Présence d'investisseurs coordinateur principal	+
Présence de dirigeants	-
Présence de gestionnaires de fonds indiciels	+

toujours une solution en soi. Si la voie plus conflictuelle de la proposition d'actionnaire devait être empruntée, la direction serait plus encline à laisser les propositions faire l'objet d'un vote plutôt qu'à trouver un compromis et limiter le dommage réputationnel lié à la confrontation [12].

La présence de gestionnaires de fonds indiciels dans l'actionnariat de l'entreprise augmenterait le succès de l'engagement

privé mais pas nécessairement celui de l'engagement public. En effet, la part détenue par des gestionnaires de fonds indiciels augmenterait la probabilité d'un retrait de proposition ou encore réduirait les émissions de CO₂ de l'entreprise [12], [16]⁵⁶. Les grands gestionnaires d'actifs sont néanmoins ceux qui votent le moins en faveur des propositions sociales et environnementales [17] (Focus 1).

FOCUS 1 : L'ENGAGEMENT DE GESTIONNAIRES DE FONDS INDICIELS

Le rôle des gestionnaires de fonds indiciels est souvent questionné. Fin 2017, les trois plus grands gestionnaires de fonds indiciels, BlackRock, Vanguard et State Street, aussi appelés les Big Three, détenaient en moyenne 25% des votes des entreprises du S&P500. Si la croissance et la concentration accrue de leur marché devaient persister, ce pourcentage pourrait s'élever à près de 40% d'ici 2038 [18]. Pourtant, malgré leur position de force et le signal public que leur voix porterait, ils sous-utilisent leur pouvoir de vote et sont plus conservateurs que les sociétés de conseil en vote face aux résolutions environnementales et sociales [17], [19]. En 2021, ils votaient en leur faveur dans 26% à 40% des cas contre 75% pour ISS et 44% pour Glass Lewis. La même année, 18 résolutions E&S auraient obtenu la majorité si un ou plusieurs des Big Three avaient été moins conservateurs et voté en leur faveur (Figure 3) [19].

En théorie, les Big Three auraient cependant intérêt à s'engager plus activement pour les thématiques ESG. Premièrement, pour les participations importantes, ils peuvent réaliser des économies d'échelle dans la mise en place et le suivi de l'engagement ainsi que dans le vote actif, et retireraient

une plus grande part de la valeur générée par les améliorations de pratiques. Deuxièmement, un engagement plus actif pourrait être utilisé comme un outil de différenciation dans un marché où les frais sont uniformément bas et où la concurrence suit des stratégies d'investissement semblables. Les fonds de taille moyenne recourent déjà à cette stratégie, ce qui pourrait inciter les Big Three à s'investir davantage [17]. Finalement, les gestionnaires de fonds indiciels sont exposés à des risques qu'ils ne peuvent pas diversifier au-delà des indices qu'ils suivent. Ils se positionnent donc en nouveaux investisseurs universels et ont ainsi intérêt à utiliser leur voix pour faire face aux risques de long terme [20].

Ce non-interventionnisme actionnarial général peut s'expliquer par l'influence croissante des Big Three et la difficulté à représenter les préférences hétérogènes de leur base d'investisseurs. En s'exprimant avec plus de force, les Big Three pourraient rendre les votations ESG plus controversées et susciter des réactions publiques vives [20]. La période de procuration 2021 a tout de même montré que des améliorations rapides sont possibles. Entre autres, BlackRock a voté en faveur de résolutions

5 Une augmentation d'un écart-type de la part détenue par des gestionnaires de fonds indiciels augmenterait la probabilité d'un retrait de 13.9% [12].

6 Une augmentation d'un écart-type de la participation des Big Three serait associée à une réduction de 2% des émissions de CO₂ de l'entreprise. Cette tendance est particulièrement présente lorsque leurs participations sont importantes [16].

E&S dans 40% des cas contre 12% en 2020, soit une augmentation de 28 points de pourcentage. De nouvelles ambitions semblent aussi émerger du côté de BlackRock : à partir de 2022, le plus grand gestionnaire d'actifs souhaite donner la possibilité à ses clients de participer plus activement aux décisions de vote lorsque cela est légalement et opérationnellement viable [21].

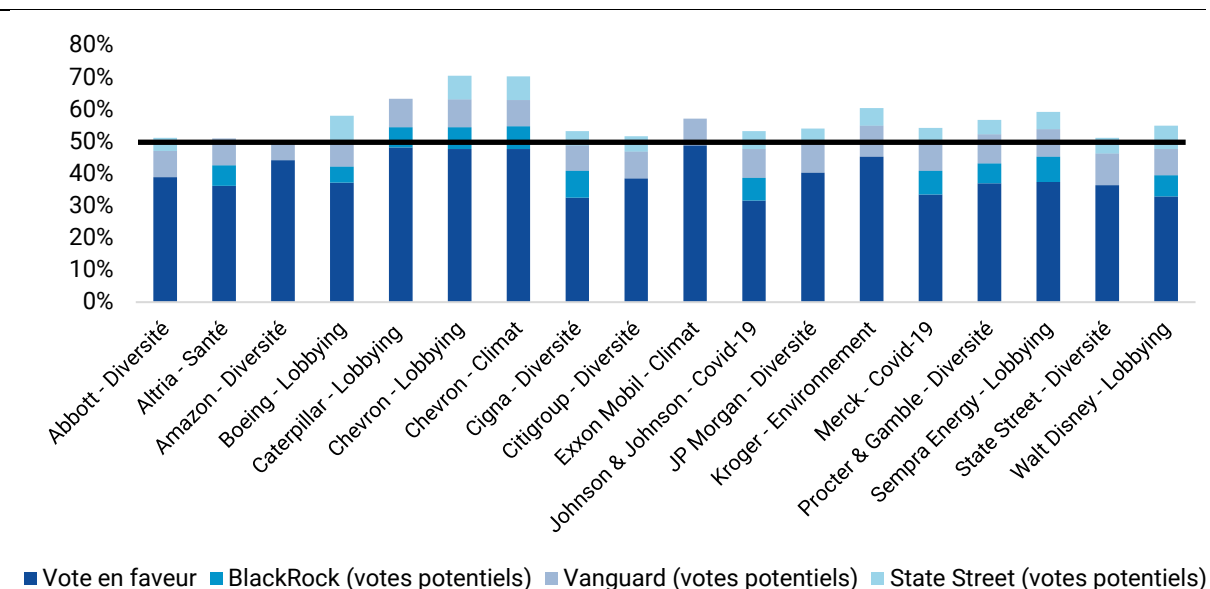
Les Big Three préfèrent ainsi l'engagement privé pour trouver des solutions nuancées à ces problématiques ESG complexes⁷ ; en particulier avec les entreprises dans lesquelles ils ont de grandes participations [16]. Le succès de l'engagement passe ici par la construction d'une relation de long terme tout aussi coûteuse. Voter contre le management pourrait compromettre les avancées faites lors de discussions et ne serait donc utilisé qu'en dernier recours. Cependant, car s'engager à huit

clos est difficilement observable et coûteux, les gestionnaires seraient davantage incités à sous-investir dans leur stratégie d'engagement et à s'en remettre à la direction de l'entreprise [20].

Plus de transparence est donc nécessaire pour évaluer l'influence de l'engagement privé des gestionnaires de fonds indiciels.

Bebchuk & Hirst (2020) proposent, d'une part, que les investisseurs s'engageant en privé partagent davantage d'informations sur chacune de leurs actions⁸, et, d'autre part, que ce partage soit plus fréquent et pas seulement effectué par le biais d'un rapport de gestion annuel publié en différé de leurs résultats⁹. Cela permettrait à tous les investisseurs d'avoir accès à des informations matérielles à leurs décisions de vote et de mieux évaluer l'efficacité de ces engagements privés.

Figure 3 : Résolutions qui auraient pu obtenir la majorité si un ou plusieurs des Big Three avaient voté en leur faveur



Source : Sood et al. (2021)

7 Entre 2017 et 2019, les Big Three ont mené des engagements privés sur environ 7.5% des entreprises de leurs portefeuilles, ce qui en termes relatifs paraît faible mais en absolus représente des centaines d'entreprises. [18]

8 Telles que le nombre de conversations, la partie qui les a initiées, les changements demandés par l'investisseur engagé ou encore des informations qui pourraient être importantes pour les décisions de vote.

9 À noter que plus de transparence peut aussi être contre-productif : les entreprises pourraient être moins réceptives en privé si leurs communications sont par la suite divulguées.

4.2 PROFIL DE L'INVESTISSEUR ENGAGÉ

Le profil de l'investisseur, englobant sa localisation, son influence, ou encore son type d'activité, joue un rôle dans la réalisation des objectifs de son engagement. Les investisseurs institutionnels locaux avec un historique d'engagements fructueux avec l'entreprise semblent atteindre plus souvent leurs objectifs (Figure 4).

4.2.1 Localisation

Le choix de la cible et le succès de l'engagement de l'investisseur dépend de la localisation des deux parties. Les investisseurs sont en effet davantage intéressés aux questions liées à l'environnement et aux entreprises et clients locaux. Dans le cadre d'engagements collaboratifs, c'est surtout la localisation de l'investisseur coordinateur principal qui importe. Les investisseurs soutenant – plutôt que menant – des actions actionnariales n'ont pas nécessairement de préférence pour des entreprises locales dans la mesure où les investisseurs coordinateurs le sont. Pour Climate Action 100+ (CA 100+) par exemple, c'est la Fondation Ethos qui est respon-

sable du dialogue avec Nestlé et LafargeHolcim, les deux géants suisses inclus dans l'initiative collaborative. Et les résultats suivent : avoir un investisseur coordinateur basé dans le même pays que la cible augmenterait la probabilité de succès de l'ordre de 16 à 25%. La raison : l'efficacité gagnée grâce à la proximité géographique, aux similitudes culturelles et aux avantages linguistiques [8].

4.2.2 Influence et crédibilité de l'investisseur

Une idée reçue est que l'influence de l'actionnaire ou groupe d'actionnaires engagé, et par extension le résultat de l'initiative, passe par l'ampleur de sa participation au capital et de ses intérêts en jeu ex-ante. Si le processus d'escalade devait s'intensifier et aller jusqu'à la résolution, un groupe d'actionnaires fort aurait en effet plus de chance de parvenir à ses fins grâce à sa capacité de ralliement et son pouvoir de vote – et donc de négociation – importants. Bien qu'elle ne soit pas décisive dans la décision d'engagement, la valeur de la participation jouerait un rôle particulièrement important dans les engagements collaboratifs ESG d'autant plus lorsqu'ils sont menés

Figure 4 : Profil de l'investisseur engagé et impact sur la probabilité de succès de l'engagement

Facteur	Impact
Localisation	
Investisseur coordinateur basé dans le même pays	+
Influence et crédibilité	
Participation des actionnaires d'un engagement collaboratif	+
Participation d'un actionnaire dans un engagement unilatéral	Pas d'impact
Historique d'engagement	+
Type d'investisseurs	
Investisseurs institutionnels	+
Fonds de pension en coordinateur dans les initiatives collaboratives	-
Fonds de pension en soutien dans les initiatives collaboratives	+

par un investisseur coordinateur principal [8].

La crédibilité de l'actionnaire à gagner le soutien d'autres est davantage primordial au succès de l'engagement que la participation au capital-actions. La décision de s'engager sur des thématiques environnementales et sociales semble tout d'abord indépendante de la participation au capital-actions de l'investisseur responsable [6]. Les initiatives menées par des investisseurs particuliers l'illustrent bien. Le groupe FollowThis regroupant aujourd'hui plus de 8000 actionnaires, vote et s'engage en leurs noms lors des AG. En 2021, il avait déposé deux résolutions visant à fixer des objectifs de réduction des émissions chez ConocoPhillips et Phillips 66 qui ont été approuvées par 58% et 80% des actionnaires respectivement [22], [23].¹⁰ Quand un actionnaire s'engage unilatéralement, la valeur de sa participation ne semble pas être pertinente au résultat de son initiative [7], en revanche, sa crédibilité à gagner le soutien d'autres actionnaires l'est [24]. Le marché réagirait plus positivement à l'annonce d'un engagement lorsque l'actionnaire s'engageant possède un historique d'activiste [25].

Si l'investisseur a un historique d'engagements fructueux avec l'entreprise, il est plus probable que celle-ci s'adapte aux nouvelles demandes ESG [6], [7]. Ceci pourrait s'expliquer par la relation de confiance déjà établie entre l'investisseur et l'entreprise, ou encore par la volonté de l'entreprise de ne pas voir son profil ESG déclassé. L'amélioration des pratiques pourrait également être moins coûteuse puisque les investissements les plus importants ont déjà été effectués.

4.2.3 Type d'investisseurs

Les investisseurs institutionnels obtiennent plus souvent gain de cause dans les

engagements privés et arrivent généralement mieux à négocier avec la direction que certains investisseurs particuliers. Dans leur étude, Bauer et al. (2015) estiment que les investisseurs institutionnels retirent leurs propositions d'actionnaires dans 33.9% des cas, comparé à 4% pour les investisseurs particuliers. De gros volumes d'actifs sous gestion et l'existence de processus d'engagements établis en internes sont des caractéristiques qui favorisent le succès d'actions actionnariales et qui sont grandement partagés chez les investisseurs institutionnels [8]. En outre, leurs ressources et leur capacité à gagner le soutien d'autres actionnaires incitent au compromis afin d'éviter qu'une résolution aille au vote.

Parmi les investisseurs institutionnels, les fonds de pension tendent à moins bien réussir les engagements qu'ils mènent et préféreraient soutenir plutôt que mener des initiatives collaboratives. Ils ont en effet moins de ressources pour supporter les responsabilités d'investisseur coordinateur principal et peuvent être sujets à des contraintes politiques ou des conflits d'intérêts. D'autres investisseurs souhaitant soutenir un engagement collaboratif seraient d'ailleurs moins enclins à rejoindre ceux qui sont menés par des fonds de pension. Au contraire, les taux de réussite sont améliorés lorsque la proportion de fonds de pension dans une coalition d'investisseurs est plus élevée [8].

4.3 CARACTÉRISTIQUES DE L'ENGAGEMENT

Le type, la thématique et le degré de désaccord dans l'engagement vont influencer son résultat. Les engagements collaboratifs à plusieurs niveaux, traitant de la gou-

¹⁰ Quelques mois après l'approbation de la résolution, Phillips 66 devint la première grande entreprise pétrolière américaine à se fixer l'ambition de réduire l'intensité carbone de ses produits (émissions Scope 3) de 15% d'ici à 2030 [23].

vernance d'entreprise ou ayant une approche plus agressive semblent être davantage fructueux (Figure 5).

4.3.1 Type d'engagement

Les engagements collaboratifs semblent avoir plus de succès que les engagements individuels, en particulier lorsqu'ils traitent de problématiques environnementales et sociales. Dans leur étude se focalisant sur des engagements d'entreprises américaines, Dimson et al. (2015) évaluent que le taux de succès d'engagements collaboratifs s'élève à 32.8% contre 11% sans collaboration. Ces pourcentages diminuent à 28.3% et 2.8% respectivement pour les thématiques ES.

Désigner un investisseur coordinateur principal augmenterait également la probabilité de succès de l'engagement collaboratif. Une structure à plusieurs niveaux ainsi qu'une vision plus claire des rôles des participants rendraient l'engagement plus efficace. L'étude empirique de Dimson et al. (2021) estime que cela augmenterait la probabilité de succès d'au moins 26%. Leurs résultats suggèrent également que, lorsqu'une stratégie d'engagement structurée est établie, le rôle des caractéristiques propres à l'entreprise dans le succès de l'engagement est limité.

4.3.2 Thématiques de l'engagement et coûts de réformes

Les demandes à critères environnementaux ou sociaux sont moins souvent acceptées. La direction se laisse plus difficilement convaincre d'implémenter des projets E&S bien que bénéfiques pour d'autres parties prenantes. Dans l'étude de Dimson et al. (2015), les engagements E&S présentent un taux de succès moyens de 13% contre 24% pour les engagements de gouvernance d'entreprise.

Les chances de succès de l'engagement sont plus faibles pour les réformes de grande envergure. Dans leur étude se concentrant sur les performances d'engagement d'un investisseur européen, Barko et al. (2018) estiment que les demandes de restructurations ont 17% de chances en moins d'être implémentées. Intuitivement, le niveau d'effort et le coût requis est plus important que pour les demandes de transparence ou de publication d'informations. L'impact du succès dans des affaires de transparence est discutable comparé aux demandes de restructuration. Bien que ces dernières nécessitent des décisions de gestion plus importantes, elles sont susceptibles d'avoir un impact plus significatif sur l'économie réelle.

Figure 5 : Caractéristiques de l'engagement et impact sur la probabilité de succès de l'engagement

Facteur	Impact
Type d'engagement	
Engagement collaboratif (vs. individuel)	+
Engagement collaboratif avec un investisseur coordinateur principal	+
Thématique de l'engagement	
Demandes environnementales et sociales	-
Réformes de grande envergure	-
Niveau du processus d'escalade	
Degré de conflit	+

4.3.3 Niveau du processus d'escalade
Les approches plus conflictuelles peuvent être parfois plus efficaces pour atteindre les objectifs de l'engagement. Gantchev (2012), étudiant le processus séquentiel de l'actionnariat actif, estime que les courses aux procurations atteignent les résultats souhaités plus souvent (57% des cas) que

les demandes de représentation au conseil d'administration (39%) ou les négociations privées (7%) [26]. Malgré ce succès important, les courses aux procurations concernent ici uniquement 7% des campagnes initiées et sont extrêmement coûteuses pour les parties les initiant.

5 QUE FAIRE LORSQUE L'ENTREPRISE NE RÉPOND PAS ?

Pour augmenter les chances de succès, il conviendrait donc de mettre davantage l'accent sur les engagements collaboratifs dirigés par des investisseurs locaux, de préférence de grands gestionnaires d'actifs, et axés sur des entreprises matures et conscientes des questions ESG. Bien que leur probabilité de réussite soit plus faible, les petites entreprises et les retardataires ne doivent cependant pas être oubliés. Intensifier l'engagement ou collaborer avec d'autres acteurs peut aider lorsqu'un premier engagement ne porte pas ses fruits.

5.1 INTENSIFIER L'ENGAGEMENT

Si le dialogue avec l'entreprise ne donne pas de résultat après un certain temps, les investisseurs engagés peuvent entreprendre un processus d'escalade afin d'atteindre leurs objectifs. Dans les processus d'escalade, les investisseurs rendront leur engagement de plus en plus public. Ils commenceront par exercer leur droit de vote et à faire part de leurs inquiétudes à la direction de manière privée ou lors de l'AG annuelle. En cas d'échec, des mesures de plus en plus agressives pourront être employées, e.g. en déposant des résolutions d'actionnaires, en cherchant des voies de recours ou, finalement, en menaçant l'entreprise de désinvestir. L'intensification de

l'engagement de ShareAction et Ethos avec Crédit Suisse (Box 2) a par exemple d'ores et déjà mené à des avancées dans la position de la banque suisse vis-à-vis du financement d'industries controversées – même si elles ne répondent pas totalement aux demandes du groupe d'investisseurs.

5.2 COLLABORER AVEC D'AUTRES ACTEURS DE L'ÉCOSYSTÈME

Si ce n'est pas déjà le cas, les actionnaires engagés tenteront de rallier à leur cause d'autres acteurs tels que les investisseurs en obligations et les crédateurs, afin d'augmenter la pression exercée sur l'entreprise.

5.2.1 Investisseurs en obligations

Les détenteurs d'obligations d'entreprises peuvent exercer des pressions aux côtés des actionnaires. Leur position de créanciers peut encourager les émetteurs à améliorer leur gestion des risques et leurs pratiques ESG, et à enrichir la qualité des informations publiées sur ces enjeux. Ils peuvent se joindre à d'autres investisseurs pour accroître leur influence et, lorsqu'ils détiennent des actions de l'émetteur, s'appuyer sur les droits plus grands qu'elles leur confèrent.

Box 2 : CRÉDIT SUISSE ET LA RÉOLUTION DÉPOSÉE PAR ETHOS ET SHAREACTION

Le 9 mars 2022, une coalition d'investisseurs institutionnels a déposé une résolution relative au climat au conseil d'administration de Crédit Suisse. La coalition, composée de 11 investisseurs institutionnels gérant EUR 2.18bn, coordonnée par l'ONG ShareAction et soutenu par la Fondation Ethos et l'Association suisse pour des investissements responsables (ASIR), demande à la banque suisse d'inclure un nouvel article lié au financement du changement climatique à ses statuts et de fournir des informations complémentaires sur sa stratégie d'alignement sur les objectifs de l'Accord de Paris. La résolution sera soumise au vote lors de l'AG du 29 avril 2022. D'après l'analyse des facteurs de succès développée en Section 4, à quoi peut-on s'attendre ?

Profil de l'entreprise - Basée à Zürich, Crédit Suisse figure parmi les plus grands gestionnaires d'actifs avec CHF 1.6bn d'actifs sous gestion. Son profil ESG s'est, ces dernières années, affaibli suite à plusieurs scandales retentissants tels que l'espionnage d'anciens dirigeants, et des cas de fraude et de blanchiment d'argent - abaissant sa notation ESG auprès de plusieurs agences [27]. Sa performance financière n'a pas été épargnée : son action a baissé de près de 70% en une décennie, un résultat mitigé comparé à ses pairs [28], et des pertes de CHF 1.6 milliards ont été enregistrées sur l'exercice 2021 [29]. L'actionnariat de Crédit Suisse est essentiellement composé d'investisseurs institutionnels (86%), dont une grande partie est basée en Amérique du Nord (53%) ou en Suisse (20%), et est très peu concentré avec les actionnaires principaux détenant plus ou moins 5% de la participation au capital - le premier étant Qatar Investment Authority avec près de 5.03% de participation [30].

Profil du groupe d'investisseurs engagé - Parmi les 11 investisseurs initiateurs et en plus de deux coordinateurs, Ethos et l'ASIR, 9 sont des gestionnaires d'actifs ou fonds de pension suisses. Le fonds de pension britannique LGPS et le gestionnaire d'actifs français Amundi constituent les 2 membres restants de la coalition. ShareAction, visant à définir des normes plus élevées pour les investissements responsables, a commencé son engagement avec Crédit Suisse et d'autres banques européennes en 2017 dans le cadre de discussions relatives aux politiques de financement de l'industrie du charbon et de sondages de performance climatique au niveau de l'industrie - Crédit Suisse figurait parmi les pires banques évaluées [28]. Depuis de nombreuses années, Ethos initie également divers engagements ESG avec la banque et d'autres entreprises suisses. La fondation fait partie des membres fondateurs de l'initiative d'investisseurs pour le climat CA 100+ et a mené à bien de nombreux engagements climatiques, récemment avec les géants Nestlé et LafargeHolcim [31].

Caractéristiques de l'engagement - Le groupe d'investisseurs s'est engagé pendant plusieurs années avant d'adopter l'approche plus conflictuelle du dépôt de résolution. L'engagement a été progressif : ShareAction a par exemple organisé différentes rencontres pour l'évaluation de la réponse de Crédit Suisse face au changement climatique, s'est fait de plus en plus présente dans ses AG, questionnant les objectifs et les détails de sa politique environnementale, et a notamment signé une lettre ouverte avec 115 autres investisseurs en juillet 2021 [32]. En réponse, Crédit Suisse s'est engagé durant la COP26 à éliminer progressivement le charbon et à renforcer ses seuils au fil du temps. Mais cette réponse, jugée lacunaire notamment avec l'absence d'application à sa branche de gestion d'actifs, n'a pas été suffisante et a conduit suite à de nouvelles discussions au dépôt de résolution par le groupe d'investisseurs [28].

Quel résultat espérer ? Crédit Suisse est dans une position réputationnelle et financière difficile. Elle est engagée par un groupe d'investisseurs et de coordinateurs crédible, disposant d'un historique d'engagements environnementaux réussis et avec qui elle est en contact depuis plusieurs années sur ces problématiques. En réponse au dépôt de la résolution, le conseil d'administration a annoncé différentes mesures pour l'année 2023 : 1) l'inclusion du reporting supplémentaire demandé au rapport de durabilité et la soumission au vote de celui-ci lors de l'AG 2023, 2) l'introduction de nouvelles restrictions dans le financement des schistes bitumineux, de l'extraction minière en mer profonde, ainsi que du pétrole et du gaz de l'Arctique, et finalement 3) l'intention de proposer les changements demandés aux statuts lors de l'AG 2023 [33]. Ces avancées n'auraient probablement pas été aussi rapides sans le dépôt de la résolution et, bien que plus de précision soit nécessaire, peuvent être considérées comme un premier succès. Cependant, elles n'ont pas été suffisantes pour convaincre le groupe engagé de retirer sa résolution. Une acceptation de la résolution pourrait être une opportunité pour la banque de faire preuve de leadership et de rétablir la confiance avec les parties prenantes [28]. Malgré cela, l'attention portée par les actionnaires sur les déficiences dans la gestion de la banque et son contrôle des risques, l'absence de soutien des agences de conseil en vote (Glass Lewis et ISS) possiblement du fait de la réponse déjà obtenue par le Conseil d'administration pourraient compromettre l'acceptation de la résolution [34]. Verdict le 29 avril 2022.

Certains instruments, tels que les obligations liées à la durabilité, peuvent également inciter les entreprises à atteindre des objectifs de performance prédéterminés.

Les obligations liées à la durabilité, ou *sustainability-linked bonds*, intègrent des objectifs basés sur des indicateurs de performance ESG dans la documentation d'émissions de l'obligation et tiennent ainsi les entreprises émettrices financièrement responsables de leurs avancées. Le coupon de l'obligation est ajusté en fonction de la réalisation des objectifs définis, résultant en un coût du capital plus faible lorsque ceux-ci sont atteints [35]. En 2020, Novartis émettait des obligations liées à la durabilité à hauteur de EUR 1.85 milliards visant à étendre l'accès de ses médicaments et thérapies aux pays à faible et moyen revenu, une première pour l'industrie pharmaceu-

tique. Si Novartis devait manquer ses objectifs, elle verrait le taux d'intérêt de son obligation augmenter de +2.5 points de pourcentage per annum [36].

5.2.2 Créditeurs

Les créditeurs bancaires peuvent aussi être tout aussi efficaces dans l'engagement. Ils entretiennent une relation plus proche avec les entreprises émettrices comparée aux investisseurs obligataires et peuvent plus facilement entamer le dialogue sur les risques ESG avant et après l'émission du prêt. Ils représentent généralement la source de financement la plus importante pour les entreprises : entre 2000 et 2015 les prêts bancaires ont été de loin la source principale de capital pour le secteur pétrolier et gazier [37]. Par conséquent, ils disposent d'un levier important dans les négociations [38].

6 GLOSSAIRE

Actionnariat actif – Stratégie consistant en l'exercice de l'influence des investisseurs dans le but de promouvoir la réussite durable de l'entreprise notamment par le dialogue ou l'exercice du droit de vote.

Course aux procurations – Action d'un ou plusieurs actionnaires dissidents durant laquelle ils sollicitent la procuration d'autres actionnaires pour voter contre ou en faveur d'une proposition.

Dépenses en capital – *Capital expenditures* ou *capex* en anglais. Fonds utilisés par une entreprise en lien avec des actifs physiques et des nouveaux projets.

Dépenses discrétionnaires – Dépenses de nature non essentielle.

Économies d'échelle – Concept décrivant la relation entre le coût et la quantité de production. Dans ce cas, le coût par unité diminue à mesure que la quantité de production augmente.

Exclusion – Stratégie de filtrage excluant de son portefeuille certains secteurs, entreprises ou titres en comparant la performance ESG relative à celles de pairs du secteur ou en s'appuyant sur des critères ESG spécifiques de manière absolue.

Gestionnaires de fonds indiciels – Gestionnaires de fonds mutuels et/ou d'*exchange-traded funds* (ETF).

Intégration ESG – Inclusion des risques et opportunités ESG dans l'analyse financière traditionnelle et les décisions d'investissement.

ISR – *Investissement Socialement Responsable*. Stratégie de placement qui lie performance économique et impact social et économique.

Problème d'agence – Problème du principal-agent. Conflits d'intérêts dans le cas d'asymétrie d'information et de divergence d'intérêt et de motivation entre le principal e.g. l'actionnaire et l'agent e.g. le management de l'entreprise.

Processus d'escalade – Processus expliquant le développement de l'engagement actionnarial. L'investisseur rendra son engagement de plus en plus public et, si ce n'est pas déjà le cas, tentera de convaincre d'autres investisseurs à rejoindre sa cause afin d'augmenter la pression exercée sur l'entreprise.

Résolution d'actionnaire – Proposition soumise par un ou plusieurs actionnaires pour une votation à l'AG d'une entreprise.

Scope 3 – Emissions indirectes d'une entreprise, c'est-à-dire liées au cycle de vie du produit en dehors de sa production directe. Pour une entreprise extractrice d'énergies fossiles, les émissions Scope 3 sont celles générées à la combustion ou encore lors de leur transport chez le client.

Scorecard – Outil de gestion de la performances d'une stratégie. Elle est utilisée pour suivre la progression des activités et leurs effets.

UN PRI – *United Nations Principles for Responsible Investment*. Réseau des Nations Unies pour la promotion de l'intégration des questions ESG dans les stratégies d'investissement.

7 RÉFÉRENCES

- [1] A. O. Hirschman, "Exit, Voice, and Loyalty": Further Reflections and a Survey of Recent Contributions', *Milbank Mem. Fund Q. Health Soc.*, vol. 58, no. 3, pp. 430–453, 1980, doi: 10.2307/3349733.
- [2] J.-P. Danthine and F. Hugard, 'Divesting: for what impact?', Enterprise for Society, E4S White Paper, Dec. 2021.
- [3] V. Piani, 'Guide pratique pour l'actionnariat actif dans les sociétés cotées', UN PRI, 2017.
- [4] J.-P. Danthine and F. Hugard, 'Active ownership: by whom and how?', Enterprise for Society (E4S) Center, Apr. 2022.
- [5] A. Brav, W. Jiang, and R. Li, 'Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence', ECGI, Jan. 2022. [Online]. Available: https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/bravjianglifinal_0.pdf
- [6] T. Barko, M. Cremers, and L. Renneboog, 'Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance', p. 63, 2018.
- [7] E. Dimson, O. Karakaş, and X. Li, 'Active Ownership', p. 55, 2015.
- [8] E. Dimson, O. Karakaş, and X. Li, 'Coordinated Engagements', *SSRN Electron. J.*, 2021, doi: 10.2139/ssrn.3209072.
- [9] M. Goranova and L. V. Ryan, 'Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review', *J. Manag.*, vol. 40, no. 5, pp. 1230–1268, Jul. 2014, doi: 10.1177/0149206313515519.
- [10] Y. Ertimur, F. Ferri, and S. R. Stubben, 'Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals', *J. Corp. Finance*, p. 20, 2010.
- [11] J. Grewal, G. Serafeim, and A. S. Yoon, 'Shareholder Activism on Sustainability Issues', *SSRN Electron. J.*, 2016, doi: 10.2139/ssrn.2805512.
- [12] R. Bauer, F. Moers, and M. Viehs, 'Who Withdraws Shareholder Proposals and Does It Matter? An Analysis of Sponsor Identity and Pay Practices', *Corp. Gov. Int. Rev.*, vol. 23, no. 6, pp. 472–488, Nov. 2015, doi: 10.1111/corg.12109.
- [13] Ethos Foundation, '«Say On Climate»: Nestlé répond favorablement à une demande d'Ethos | Ethos - Fondation suisse pour un développement durable', Mar. 16, 2021. <https://www.ethosfund.ch/fr/news/say-on-climate-nestle-repond-favorablement-a-une-demande-d-ethos> (accessed Jan. 12, 2022).
- [14] J.-P. Danthine and F. Hugard, 'Active ownership: For what impact?', Enterprise for Society (E4S) Center, Apr. 2022.
- [15] M. Ceccarelli, S. Glossner, M. Homanen, and D. Schmidt, 'Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability?', Social Science Research Network, Rochester, NY, SSRN Scholarly Paper ID 3988058, Dec. 2021. doi: 10.2139/ssrn.3988058.
- [16] J. Azar, M. Duro, I. Kadach, and G. Ormazabal, 'The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World', p. 78, Dec. 2020.
- [17] W. de Groot, J. de Koning, and S. van Winkel, 'Sustainable Voting Behavior of Asset Managers: Do They Walk the Walk?', *SSRN Electron. J.*, 2021, doi: 10.2139/ssrn.3783454.
- [18] L. A. Bebchuk and S. Hirst, 'Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy', Social Science Research Network, Rochester, NY, SSRN Scholarly Paper ID 3282794, May 2019. doi: 10.2139/ssrn.3282794.
- [19] A. Sood, F. Nagrawala, and S. Hierzig, 'Voting Matters 2021: Are asset managers using their proxy votes for action on environmental and social issues?', ShareAction, 2021.
- [20] J. Cook and J. Sethi, 'Asset Managers as Stewards of Sustainable Business: Implications of the Rise in Passive Investing', Morningstar, Oct. 2019.
- [21] BlackRock, 'Proxy voting choice for our clients', BlackRock, 2022. <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/proxy-voting-choice> (accessed Jan. 27, 2022).
- [22] 'In historic votes, shareholders demand strong climate action from the U.S. oil and gas industry', Ceres, May 12, 2021. <https://www.ceres.org/news-center/press-releases/historic-votes-shareholders-demand-strong-climate-action-us-oil-and-gas> (accessed Apr. 26, 2022).
- [23] 'First US oil major responds to Follow This climate resolution, thanks to the votes of 80% of investors | Follow This', Oct. 05, 2021. <https://www.follow-this.org/p66-responds-to-follow-this/> (accessed Apr. 26, 2022).
- [24] L. A. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang, and T. Keusch, 'Dancing with activists', *J. Financ. Econ.*, vol. 137, no. 1, pp. 1–41, juillet 2020, doi: 10.1016/j.jfineco.2020.01.001.
- [25] R. Albuquerque, V. Fos, and E. Schroth, 'Value creation in shareholder activism', *J. Financ. Econ.*, Sep. 2021, doi: 10.1016/j.jfineco.2021.09.007.
- [26] N. Gantchev, 'The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model', *J. Financ. Econ.*, vol. 107, no. 3, pp. 610–631, Mar. 2013, doi: 10.1016/j.jfineco.2012.09.007.
- [27] 'Sustainability ratings & indices', Credit Suisse, 2022. <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/our-company/corporate-responsibility/ap-proach-reporting/sustainability-ratings-indices.html> (accessed Apr. 26, 2022).

- [28]J. Martin, K. Shields, and X. Lerin, 'Investor Brief - Why investors should back the 2022 climate change resolution at Credit Suisse', ShareAction, Mar. 2022. [Online]. Available: https://api.shareaction.org/resources/reports/ShareAction_Credit-Suisse-Briefing_2022.pdf
- [29]S. Schmidt, 'Credit Suisse ends 2021 with big loss - SWI swissinfo.ch', *Swissinfo*. <https://www.swissinfo.ch/eng/business/credit-suisse-ends-2021-with-big-loss/47336354> (accessed Apr. 26, 2022).
- [30]Credit Suisse Group AG, 'Annual Report 2021', 2022. [Online]. Available: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/investor-relations/financial-disclosures/financial-reports/csg-ar-2021-en.pdf>
- [31]Ethos Foundation, 'News | Ethos - Fondation suisse pour un développement durable'. <https://www.ethosfund.ch/fr/actualites-et-publications/news> (accessed Apr. 26, 2022).
- [32]ShareAction, 'Investor Letter to global banks', Jul. 05, 2021. [Online]. Available: <https://api.shareaction.org/resources/reports/COP26-investor-letter-to-global-banks.pdf>
- [33]Credit Suisse Group AG, 'Le Credit Suisse publie l'ordre du jour de l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires 2022', *Credit Suisse*, Mar. 30, 2022. <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/fr/articles/media-releases/agm-2022-invitation-202203.html> (accessed Apr. 26, 2022).
- [34]B. H. Neghaiwi and O. Hirt, 'Proxy firms advise against granting Credit Suisse managers 2020 liability discharge', *Reuters*, Apr. 12, 2022. Accessed: Apr. 26, 2022. [Online]. Available: <https://www.reuters.com/business/glass-lewis-recommends-against-providing-credit-suisse-managers-2020-discharge-2022-04-12/>
- [35]J. F. Kölbel and A.-P. Lambillon, 'Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds', *SSRN Electron. J.*, 2022, doi: 10.2139/ssrn.4007629.
- [36]Novartis Finance S.A, 'Final listing prospectus', Sep. 2020.
- [37]T. Cojoianu, F. Ascui, G. L. Clark, A. G. F. Hoepner, and D. Wojcik, 'The Economic Geography of Fossil Fuel Divestment, Environmental Policies and Oil and Gas Financing', *SSRN Electron. J.*, 2019, doi: 10.2139/ssrn.3376183.
- [38]'ESG engagement in private infrastructure debt', *UN PRI*, Nov. 02, 2017. <https://www.unpri.org/fixed-income/esg-engagement-in-private-infrastructure-debt/73.article> (accessed Apr. 26, 2022).