

Actionnariat actif : par qui et comment ?



Actionnariat actif : par qui et comment ?

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 Breitingger (E4S), Boris Thurm (E4S) et Jordane Widmer (E4S) pour les retours précieux, et à 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), 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.



TABLE DES MATIÈRES

1	Résumé	3
2	Introduction.....	5
3	Deux composantes : le vote et l'engagement	6
3.1	Le vote, la première étape pour prendre position.....	6
3.2	L'engagement pour aller plus loin.....	7
3.2.1	Laver son linge sale à huit clos ou sur la place publique	7
3.2.2	Jouer en individuel ou en équipe.....	8
3.3	Processus d'escalade : que faire lorsque l'entreprise n'est pas réceptive	9
4	L'actionnariat actif en pratique.....	10
4.1	Contexte historique : du financier à l'ESG	10
4.2	Les thèmes et objectifs de l'actionnariat actif	12
4.3	Les acteurs de l'écosystème.....	14
4.4	Développement réglementaire et culture de l'engagement.....	19
5	Engagement dans les autres classes d'actif	21
5.1	Obligations	21
5.1.1	Obligations d'entreprises.....	21
5.1.2	Obligations souveraines	22
5.2	Private equity.....	22
6	Glossaire	24
7	Références	25

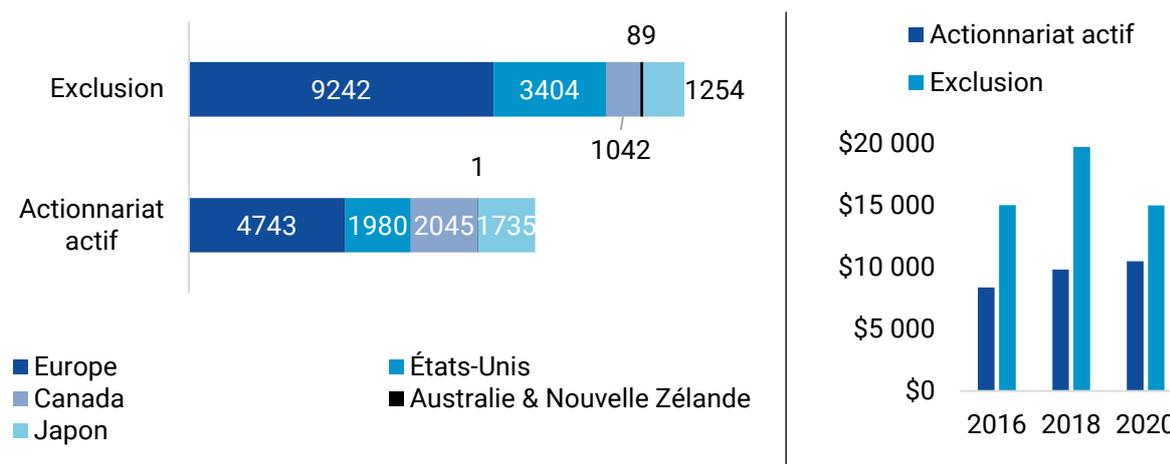
1 RÉSUMÉ

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 qu'est-ce que l'actionnariat actif et comment est-il appliqué en pratique ? Quel est son impact sur l'entreprise ciblée et sur l'investisseur s'engageant ? Quels sont les facteurs favorisant son succès ? Ces questions essentielles seront traitées dans une série d'analyses E4S se concentrant sur l'actionnariat actif. La présente concerne la première de ces questions.

L'actionnariat actif s'applique généralement 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'actionnaire souhaitant faire valoir son opinion davantage qu'avec son droit de vote entamera un dialogue direct avec l'entreprise et pourra choisir parmi une variété d'outils pour développer sa stratégie. L'engagement peut être privé ou public, individuel ou collaboratif, ou un mixte dépendamment de la réceptivité de l'entreprise ciblée. Si le dialogue avec l'entreprise ne porte pas ses fruits après un certain temps, l'investisseur rendra son engagement de plus en plus public et, si ce n'est pas déjà le cas, tentera de convaincre d'autres actionnaires à rejoindre sa cause afin d'augmenter la pression exercée.

Investissements durables par région en 2020 (à gauche), et évolution des investissements durables (à droite), en milliards de USD



Note : L'actionnariat actif est ici défini comme l'utilisation du pouvoir des actionnaires pour influencer le comportement des entreprises, notamment par le biais de communication avec la direction générale et/ou les conseils d'administration des entreprises, le dépôt ou le co-dépôt de propositions d'actionnaires et le vote par procuration sur les questions ESG. L'exclusion est ici définie comme l'exclusion d'un fonds ou d'un portefeuille de certains secteurs, entreprises, pays ou autres émetteurs sur la base d'activités considérées comme non investissables. Source : Global Sustainable Investment Alliance (2021)[1]

Les thèmes et les acteurs sont divers et les réglementations et la culture autour de l'actionnariat actif varient selon les régions. Les actionnaires s'engagent sur quatre thèmes principaux : les questions environnementales et sociales, la gestion du conseil d'administration, les droits de l'actionnaire et la structure de compensation. L'écosystème de l'actionnariat actif se compose de nombreux acteurs incluant les investisseurs institutionnels et particuliers, les lanceurs d'alerte tels que les ONG, les employés, ou la société civile, les fournisseurs de données tels que les agences de notation et de conseil en vote, ainsi que les gouvernements et régulateurs. En Europe comme en Suisse, la culture du consensus et les réglementations plus strictes favorisent les approches collectives et coopératives, contrastant avec le modus operandi américain.

L'engagement s'étend de plus en plus à d'autres classes d'actifs telles que les obligations d'entreprises et souveraines, ainsi que le *private equity*. Les créanciers peuvent s'engager aussi bien avant qu'après émission des titres mais peuvent dans leurs initiatives faire face à des limites, telles que la présence de préférences diversifiées au sein du groupe de créanciers et une perception d'interférence avec la politique publique d'un gouvernement émetteur. Sur les marchés privés, les *general partners*, poussés par la demande, s'engagent de plus en plus sur les thématiques ESG et peuvent exploiter le modèle de *private equity*, particulièrement favorable à l'engagement, pour arriver à leurs fins.

POINTS ESSENTIELS

- 1 L'actionnariat actif, par l'engagement et le vote, jouit d'une popularité croissante auprès des investisseurs responsables et s'étend à de plus en plus de classes d'actifs, telles que les obligations d'entreprises et souveraines, ainsi que le *private equity*.
- 2 Cette popularité a été amplifiée par l'attention accrue portée sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance par les parties prenantes et a intensifié l'importance de ces mêmes questions à la table des conseils d'administration.
- 3 Certaines pratiques, comme l'absence de droits de vote pour les actionnaires d'*exchange-traded funds* ou encore l'augmentation des émissions d'actions à catégories multiples, pourraient constituer des obstacles à cette tendance.
- 4 Mais le développement de collectifs d'investisseurs et la digitalisation tendent à favoriser de nouvelles approches de l'actionnariat actif.

SÉRIE E4S SUR L'ACTIONNARIAT ACTIF

Cette analyse décrypte les pratiques de l'actionnariat actif. Mais qu'en est-il de son impact ? En décembre 2021, E4S avait étudié l'impact du désinvestissement en tant que stratégie responsable [2]. La seconde analyse de la série E4S sur l'actionnariat actif, **Actionnariat actif : pour quel impact ?**, applique la même approche, étudiant 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. **Actionnariat actif : les clés du succès** développe 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 [3]. 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 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 [4]. Ce sont sur ces principes que se base l'actionnariat actif.

L'importance de l'actionnariat actif sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) est grandissante. En 2020, l'actionnariat actif représentait USD 10 504 milliards d'actifs sous gestion, soit 35.9% du total d'actifs à l'échelle mondiale, et constituait la deuxième stratégie d'investissement la plus utilisée au Japon, en Europe et au Canada derrière l'**intégration ESG** ou l'**exclusion** [1]. La même année, l'engagement ESG avançait à la deuxième place du classement des approches les plus utilisées par les investisseurs suisses, dépassant ainsi l'exclusion. L'utilisation des stratégies d'engagement et du vote chez les investisseurs responsables suisses a augmenté de 65% et 37% respectivement, contre 29% pour l'exclusion entre 2019 et 2020 [5].

L'année 2021 a montré le potentiel de l'actionnariat actif, notamment dans le secteur des énergies fossiles. Le géant américain ExxonMobil a vu ses actionnaires soutenir trois nouveaux directeurs plus soucieux des enjeux climatiques pour l'entreprise lors d'une **course aux procurations** effrénée. En parallèle, les actionnaires de ses concurrents Chevron, ConocoPhillips et Phillips 66 ont voté respectivement à 61%, 58% et 80% en faveur d'une proposition visant à réduire leurs émissions **Scope 3** [6].

Mais qu'est-ce que l'actionnariat actif et comment est-il appliqué en pratique ? Quel est son impact sur l'entreprise ciblée et sur l'investisseur s'engageant ? Quels sont les facteurs favorisant son succès ? Ces questions essentielles seront traitées dans une série d'analyses. La présente concerne la première de ces questions. Ici, seront développés les composantes de l'actionnariat actif (Section 3), les développements historiques et réglementaires ainsi que les thématiques couvertes, et le rôle des acteurs de l'écosystème (Section 4). La dernière section traitera de l'application de l'actionnariat actif à d'autres classes d'actifs que les actions (Section 5).

3 DEUX COMPOSANTES : LE VOTE ET L'ENGAGEMENT

L'actionnariat actif, ou *active ownership* en anglais, s'applique généralement 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.

3.1 LE VOTE, LA PREMIÈRE ÉTAPE POUR PRENDRE POSITION

Chaque actionnaire a le droit fondamental et la responsabilité de voter sur les sujets présentés par l'entreprise dans la [circulaire de procuration](#). Ce droit donne l'opportunité de montrer son accord ou désaccord avec l'exécutif et permet en un sens d'orienter l'agenda stratégique de l'entreprise. Les votations d'assemblées générales (AG) annuelles des actionnaires traitent généralement des candidatures au conseil d'administration, des questions relatives aux plans de rémunération et des propositions présentées par d'autres actionnaires. Durant les AG spéciales, les votes abordent plutôt des questions pressantes et relatives à la structure de l'entreprise, telles que les offres de rachat. Seule une faible partie des actionnaires vote en personne aux AG : la majorité des votes se fait par procuration.

Voter contre les propositions du management ou supporter les campagnes just-vote-no peuvent jouer un rôle important dans l'implémentation de meilleures pratiques¹. Lorsque les pratiques de gouvernance ou stratégiques sont inadéquates, ces deux approches signalent les préoccupations des actionnaires à l'entreprise et

aux marchés financiers et peuvent ainsi faciliter l'implémentation des demandes des activistes.

Pourtant, certains gestionnaires d'actifs ne font pas valoir ce droit délégué par leurs clients, notamment pour les votations environnementales et sociales (E&S). En 2021, l'ONG ShareAction identifiait sept gestionnaires qui avaient voté pour moins de 60% des résolutions E&S soumises aux entreprises qu'ils détenaient²[7]. Pour trois d'entre eux, ce pourcentage s'abaissait à 20% et moins. Cela serait justifié par leurs politiques de vote : ces gestionnaires ne participent pas aux votations d'entreprises actives dans certains marchés ou pour lesquelles leur capital-actions est inférieur à certains seuils. Cette démarche envoie toutefois un signal aux entreprises quant à leur vision des questions E&S et questionne la place du vote par procuration dans le devoir fiduciaire du gestionnaire d'actifs.

De plus en plus d'entreprises listées présentent aussi une structure actionnariale à catégories multiples. Autrement dit certaines actions, généralement celles des fondateurs ou de dirigeants, disposent de droits de vote plus forts et ont ainsi plus de potentiel d'impact sur les décisions stratégiques. L'influence des autres actionnaires se voit donc diminuée. Depuis 1980, le pourcentage d'émissions d'actions à catégories multiples a augmenté de 30 points de pourcentage sur le marché américain (Figure 1). Cette tendance est particulièrement notable dans le secteur de la tech, où près de la moitié des entreprises nouvellement listées ont adopté cette structure plus inégale que le système "une action, un vote".

1 Les campagnes just-vote-no visent généralement à évincer certains directeurs.

2 Ces sept gestionnaires d'actifs sont signataires des Principes d'Investissement Responsable de l'ONU (UN PRI) et sont tous basés en Europe [7]

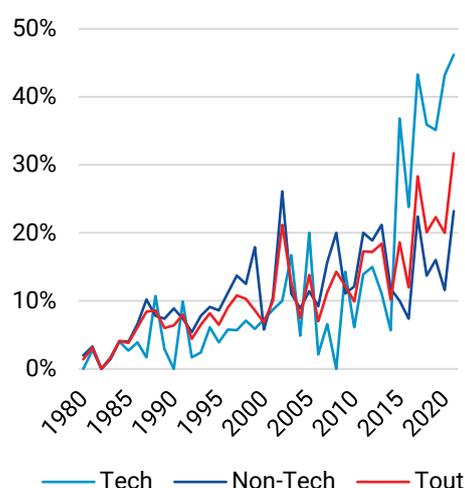
3.2 L'ENGAGEMENT POUR ALLER PLUS LOIN

L'actionnaire souhaitant interagir plus qu'avec son droit de vote peut recourir à l'engagement et entamer un dialogue direct avec l'entreprise sur des sujets liés, e.g., à sa stratégie, sa performance, sa gouvernance ou encore sa structure de capital.

Bien que l'investisseur soit souvent initiateur de l'engagement, il peut être bénéfique pour l'entreprise d'entamer le dialogue. Cela crée une occasion pour la direction d'entendre d'autres perspectives sur les risques auxquels l'entreprise peut faire face³. Le management n'a ainsi pas besoin d'attendre l'AG pour apprendre que ses actionnaires approuvent ou désapprouvent un changement quelconque ou l'orientation stratégique de l'entreprise. L'engagement pourrait ainsi aider à prévenir les différends et à donner un aperçu du soutien de ses actionnaires dans la mise en œuvre de stratégies de long terme, ce qui pourrait ultimement contribuer à atténuer la menace d'activisme [8]. Dans notre analyse, nous nous concentrons essentiellement sur l'engagement initié par l'actionnaire.

L'actionnaire peut choisir parmi une variété d'outils pour entamer et développer sa stratégie d'engagement. Publique ou privée, collaborative ou individuelle, la forme de l'engagement va dépendre des objectifs de l'investisseur et de son processus d'escalade.

Figure 1 : Émissions d'actions à catégories multiples par secteur aux États-Unis



Source : Ritter (2021)[9]

3.2.1 Laver son linge sale à huit clos ou sur la place publique

Dans un premier temps, l'investisseur peut choisir d'adopter un engagement privé, en rencontrant le management à huit clos et en entrant en négociation directe. L'engagement privé est privilégié par les gestionnaires d'actifs influents (Section 4.3). Cette approche davantage basée sur la construction d'une relation de long terme et d'un consensus peut rendre l'exécutif plus réceptif aux demandes, car s'évitant l'embarras public et une atteinte à la réputation de l'entreprise. Cependant, l'engagement privé ne fait pas l'unanimité. D'une part, cette diplomatie silencieuse est peu observable et par conséquent les résultats sont peu quantifiables. D'autre part, si les questions soulevées dans l'engagement privé ne sont pas communiquées au reste de l'actionnariat, cela peut conduire à des situations d'asymétrie d'informations dans lesquelles les investisseurs engagés sont avantagés par rapport aux autres investisseurs [10].

³ Compte tenu des milliers de titres détenus dans les portefeuilles des investisseurs, il n'est pas toujours facile pour les entreprises d'entamer le dialogue et d'obtenir un entretien avec les actionnaires ou les sociétés de conseil en vote. Ils établissent généralement des exigences, e.g. de taille, pour les entreprises qui peuvent prétendre à un entretien.

L'investisseur peut également opter pour une stratégie d'engagement public dès le début ou lorsque l'engagement privé n'a pas porté ses fruits. L'accent va alors être davantage porté sur la réalisation des objectifs de l'investisseur plutôt que sur la construction d'un consensus. Les instruments disponibles à cet effet incluent les résolutions d'actionnaires, les lettres publiques ou encore les campagnes médiatiques. À noter que les résolutions d'actionnaires sont généralement de nature consultative et non pas légalement contraignantes, même lorsqu'elles reçoivent la majorité des votes.

L'engagement privé semble être privilégié par les investisseurs responsables. Entrer en discussion avec les entreprises paraît être le canal le plus utilisé dans la gestion des risques climatiques [11](Figure 2) et de gouvernance⁴[12].

3.2.2 Jouer en individuel ou en équipe.

Comme la terminologie le laisse entendre, l'engagement individuel implique une interaction unilatérale avec l'entreprise. Cette approche est notamment favorisée lorsqu'une action rapide est nécessaire ou que l'actionnaire entretient une bonne relation avec l'entreprise. Elle est aussi souvent utilisée par les investisseurs particuliers. Entre 2005 et 2018, près de 38.5% des propositions d'actionnaires soumises aux entreprises de l'index S&P 1500 ont été initiées par six *corporate gadflies*⁵ et autres investisseurs particuliers, proportion qui dépasse celle des propositions soumises par des investisseurs plus établis tels que les fonds de pensions et groupes d'investissements [13].

Figure 2 : Types d'actionnariat actif utilisés pour les risques climatiques

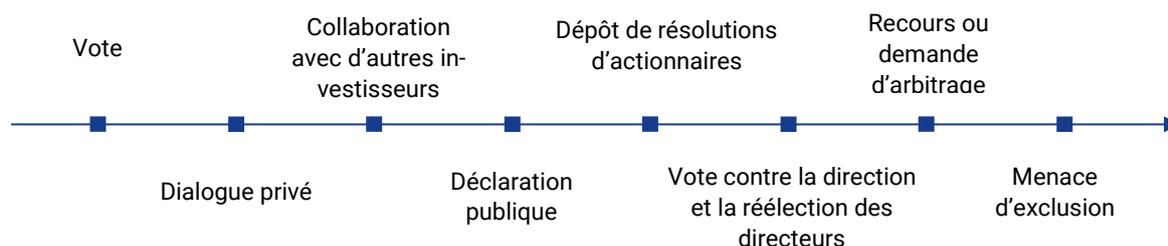


Note : Ce graphique rapporte le pourcentage d'investisseurs sondés ayant fait usage d'une approche d'actionnariat actif particulière dans le cadre de la gestion des risques climatiques au cours des cinq dernières années. Les réponses des sondés ne sont pas mutuellement exclusives. n=406. Source : Krueger et al. (2019)[11].

4 Dans un sondage visant les investisseurs institutionnels, McCahery et al. (2016) constatent que 63% ont tenu des discussions avec la direction sur des thématiques de gouvernance au cours des cinq dernières années. L'analyse analogue de Krueger et al. (2019) se concentrant sur les risques climatiques montre que 43% ont eu recours à ce canal (Figure 2)[11], [12].

5 Les *corporate gadflies* sont des investisseurs individuels engagés, utilisant particulièrement les résolutions d'actionnaires.

Figure 3 : Exemple de processus d'escalade



Des investisseurs avec les mêmes objectifs peuvent aussi joindre leurs ressources et entamer un engagement collaboratif.

Cette tendance a été popularisée par la création de différents groupes de collaboration s'attaquant, par exemple, à la réduction des émissions de gaz à effets de serre (Climate Action 100+, IIGCC), à la pollution plastique (As You Sow), ou au non-respect des Droits de l'Homme (Investors for Human Rights). Les avantages de l'engagement collaboratif généralement soulevés sont son efficacité, son influence de poids et la mise en commun de connaissances diversifiées. L'engagement collaboratif permet en effet de réduire les coûts élevés liés à la duplication des efforts de recherche et des responsabilités, par exemple lors de dépôt de résolutions d'actionnaires. Un groupe d'actionnaires diversifié a également plus de poids et parfois une meilleure compréhension de l'environnement de l'entreprise, et peut ainsi être une solution dans le cas où l'engagement individuel échoue. Cependant, l'engagement collaboratif est plus complexe et implique d'autres types de coûts tels que le temps nécessaire à la coordination, à la construction d'un consensus ou pour garder toutes les équipes informées des progrès.

3.3 PROCESSUS D'ESCALADE : QUE FAIRE LORSQUE L'ENTREPRISE N'EST PAS RÉCEPTIVE

Si le dialogue avec l'entreprise ne porte pas ses fruits après un certain temps, l'investisseur engagé peut entreprendre un processus d'escalade afin d'atteindre à ses objectifs.

Dans les processus d'escalade, 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 (Figure 3). L'investisseur commencera par exercer son droit de vote et à faire part de ses 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, par exemple en déposant des résolutions d'actionnaires, en cherchant des voies de recours ou, finalement, en menaçant l'entreprise de désinvestir [4].

En pratique, les investisseurs engagés répondent de façon surprenante à la résistance et l'absence de réponse dans leur engagement. Dans leur analyse internationale relative à l'engagement climatique, Krueger et al. (2019) montrent que près de 40% des investisseurs sondés ne prennent aucune autre mesure si la première tentative d'engagement échoue (Figure 4). Seulement un

investisseur sur cinq enclenche un processus d'escalade. Cela peut s'expliquer par les coûts impliqués par l'implémentation de mesures plus agressives [14].

4 L'ACTIONNARIAT ACTIF EN PRATIQUE

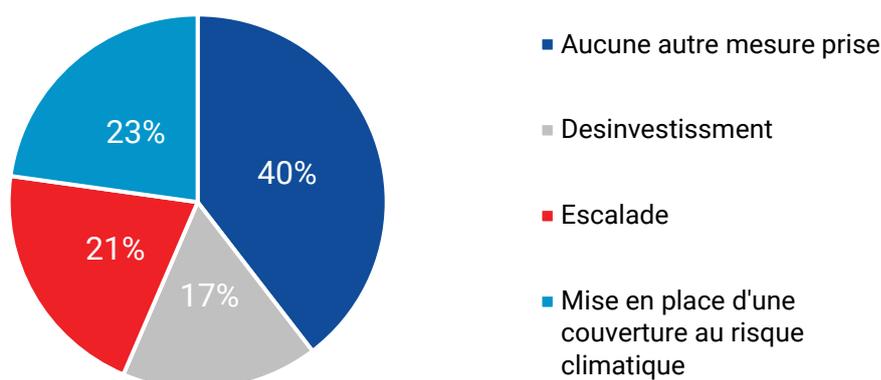
L'actionnariat actif s'est drastiquement développé en moins d'un siècle et encore davantage durant ces dernières années du fait des enjeux climatiques et sociaux pressants. Il repose sur une variété d'acteurs (Figure 7) et ses pratiques changent d'une juridiction à une autre.

4.1 CONTEXTE HISTORIQUE : DU FINANCIER À L'ESG

Le paysage de l'activisme actionnarial a évolué de manière spectaculaire et une majorité de ces changements trouvent leur source aux États-Unis au cours du siècle dernier. La première fois que les actionnaires américains ont eu la possibilité de

suggérer des changements dans les activités de leur entreprise, fut avec l'adoption de la [Rule 14a-8](#) par la [Securities and Exchange Commission](#) (SEC) en 1942. Celle-ci exigeait, dès lors, que les résolutions d'actionnaires soient incluses dans le bulletin de vote à la discrétion de l'entreprise⁶. L'engagement actionnarial se concentrait alors sur des questions financières et de gouvernance. Les évolutions réglementaires et l'émergence de l'activisme social changèrent cependant peu à peu la donne. Aux États-Unis, toute question sociale était non admissible au processus formel de procuration jusqu'en 1970. Mais sous la pression de la Cour d'appel américaine, la SEC décida de réinterpréter la Rule 14a-8 en

Figure 4 : Réponses des investisseurs face à l'échec d'un engagement climatique



Note : Ce graphique représente les réponses des investisseurs dans le cas où l'entreprise ciblée ne répond pas à l'engagement climatique ou montre de la résistance. n=143. Source : Krueger et al. (2019)

⁶ Plus particulièrement, elle stipule aujourd'hui encore qu'un actionnaire titulaire du droit de vote à l'AG annuelle est autorisé à soumettre une proposition d'actionnaire en bonne et due forme et que les dirigeants de l'entreprise peuvent suite à cela choisir de i) la publier et la distribuer en vue de l'AG, de ii) négocier avec les dépositaires afin de retirer la proposition, ou de iii) omettre la proposition avec l'accord de la SEC.

autorisant les résolutions sociales soulevant d'importantes questions politiques. Cette modification ouvra la voie à l'activisme social, environnemental et politique [13].

En tant que nouveau pan de l'activisme actionnarial, ce dernier explore les questions relatives aux parties prenantes, telles que l'impact environnemental de l'entreprise et sa performance sociale, et découle du mouvement des droits civiques des années 1960. En parallèle, la montée des **théories d'agence** et de l'actionnariat institutionnel ont propulsé l'activisme financier. Bien qu'il puisse être perçu comme allant à l'encontre de l'activisme social, l'activisme financier est basé sur les principes de bonne gouvernance et cherche à améliorer les structures organisationnelles et à rendre les dirigeants plus responsables vis-à-vis des actionnaires [10].

Ces vingt dernières années ont particulièrement souligné les lacunes du système actuel et le rôle essentiel de l'engagement ESG. Les Conférences des Nations unies sur les changements climatiques (COP) ainsi que la publication des premiers rapports du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) à la fin des années 90 ont alerté des conséquences climatiques des activités humaines et de la responsabilité des entreprises dans le changement climatique. L'effondrement du Rana Plaza en 2013 et, plus récemment, la pandémie Covid-19 ont mis en lumière les problématiques sociales, particulièrement celles liées aux employés du monde globalisé, comme jamais auparavant. Finalement, les fraudes comptables d'Enron et WorldCom dans les années 2000 et la crise financière de 2007 qui suivit ont relevé une passivité des investisseurs institutionnels et un manque de supervision des

actionnaires, et de la même manière l'importance et le besoin d'une bonne gouvernance d'entreprise [15].

4.2 LES THÈMES ET OBJECTIFS DE L'ACTIONNARIAT ACTIF

Les investisseurs s'engagent auprès d'entreprises représentées dans leur portefeuille dans le but de créer de la valeur. À travers leur engagement, ils cherchent communément à augmenter, ou du moins à conserver, la valeur boursière de l'entreprise et donc de leurs titres sur leur horizon d'investissement, parfois tout en essayant d'avoir un impact positif sur la société au sens large.

Les objectifs des actionnaires peuvent être séparés en quatre thèmes :

1. **Questions environnementales et sociales** - traitant du comportement et de la transparence de l'entreprise vis-à-vis de ces thématiques
2. **Gestion et gouvernance** - définissant le fonctionnement et la stratégie de l'entreprise.
3. **Droits de l'actionnaire** - visant au maintien ou l'amélioration des droits des actionnaires
4. **Structure de compensation** des actionnaires, du conseil d'administration et du management

La Figure 5 présente une liste non exhaustive d'exemples d'objectifs que l'investisseur pourrait souhaiter atteindre à travers l'actionnariat actif, classés dans les quatre thèmes susmentionnés. Aujourd'hui en Suisse, le thème d'engagement le plus important aux yeux des actionnaires responsables est le changement climatique, suivi de la gouvernance d'entreprise et des facteurs sociaux (Figure 6) [5].

Figure 5 : Exemples d'objectifs que l'investisseur souhaite atteindre à travers l'actionariat actif, classés par thème.

<p>Questions environnementales et sociales</p>	<p>Définir des objectifs d'amélioration sur ces thématiques, e.g. diminuer les émissions de carbone directes, désinvestir des énergies fossiles, s'assurer du respect des droits de l'Homme sur la chaîne d'approvisionnement. Ces objectifs peuvent ensuite être transcrits en un plan d'action pour permettre à l'entreprise et ses actionnaires de suivre les performances dans le temps.</p> <p>Améliorer la publication d'informations non-financières, en comblant les lacunes et en créant plus de transparence avec la publication d'informations additionnelles.</p>
<p>Gestion et gouvernance</p>	<p>Introduire de nouveaux membres au conseil d'administration qui sont mieux alignés avec les opinions de l'actionnaire faisant la proposition et/ou plus informés sur certains sujets.</p> <p>Modifier la structure du conseil d'administration, e.g. les règles, la taille, afin d'améliorer son efficacité et sa représentativité.</p> <p>Changer fondamentalement la structure de l'entreprise. Un actionnaire peut e.g. proposer une restructuration ou la création de nouveaux secteurs d'activité pour accroître l'efficacité et la rentabilité de l'entreprise.</p>
<p>Droits généraux des actionnaires</p>	<p>Changer le système de vote, par exemple passer d'une structure actionnariale à catégories multiples, où le pourcentage maximal de droits de vote par actionnaire est limité, à un système "une action, un vote".</p>
<p>Compensation</p>	<p>Ajuster la rémunération des dirigeants aux objectifs de l'entreprise. Rémunérer les dirigeants en fonction d'indicateurs clé de performance - potentiellement un mélange d'indicateurs financiers et non-financiers - peut favoriser les décisions en accord avec les objectifs liés e.g. à la performance ESG.</p> <p>Augmenter les dividendes ou initier des programmes de rachat d'actions pour rémunérer les actionnaires.</p>

Note : Les objectifs énoncés ci-dessus peuvent appartenir à plusieurs thèmes.

4.3 LES ACTEURS DE L'ÉCOSYSTÈME

4.3.1 Investisseurs institutionnels

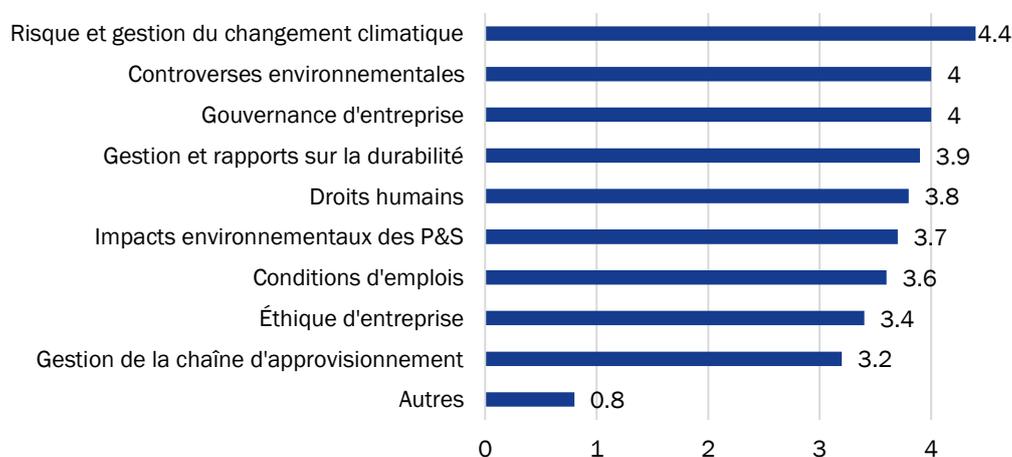
Les investisseurs institutionnels regroupent différentes catégories d'investisseurs, des plus traditionnels tels que les **fonds de pension** aux plus alternatifs tels que les **fonds spéculatifs** ou les **exchange-traded funds** (ETF). Le modèle d'affaires d'un investisseur institutionnel, incarné par son horizon et sa stratégie d'investissement, la présence d'incitations politiques et sociales ou encore d'exigences légales, influenceront son degré d'engagement actionnarial [16].

Les fonds de pension ont tendance à adopter une approche réactive à l'engagement, en soutenant - plutôt que menant - l'engagement ou en appliquant des politiques de vote. Cela s'explique par les caractéristiques de leurs investissements, plutôt passifs, diversifiés et de long terme et par les pressions politiques et sociales ainsi que les exigences réglementaires auxquels ils sont soumis [16]. Les fonds de pension préfèrent ainsi soutenir une initiative d'une autre institution telle qu'un fonds spéculatif activiste - comme cela a été le cas pour les

fonds de pension californien CalSTRS et new yorkais avec la résolution d'actionnaires de Engine No. 1 à l'AG 2021 d'Exxon-Mobil [17]. Les fonds de pension font également appel à des agences en conseil de vote pour soutenir leurs décisions. En Suisse, la fondation Ethos, spécialisée dans l'investissement socialement responsable et composée de 237 membres dont une grande majorité de caisses de pension, fournit de tels services.

Les fonds spéculatifs ont une attitude plus proactive dans leur engagement. Les thématiques de l'engagement des fonds spéculatifs sont variées, visant la gouvernance de l'entreprise, la structure du capital, ou encore la stratégie de croissance, et peuvent être accomplies à travers une variété de stratégies d'investissement actives. L'objectif ultime reste d'augmenter la valeur de l'entreprise sur l'horizon d'investissement et d'ainsi obtenir des rendements financiers supérieurs aux indices de référence du marché. L'engagement est généralement mené avec de petites participations, éventuellement complétées par des produits dérivés et par la recherche active de soutien d'autres investisseurs pour appuyer leurs demandes [16]. L'engagement

Figure 6 : Principales thématiques d'engagement ESG en Suisse en 2020 (en niveau moyen d'importance pour les investisseurs)



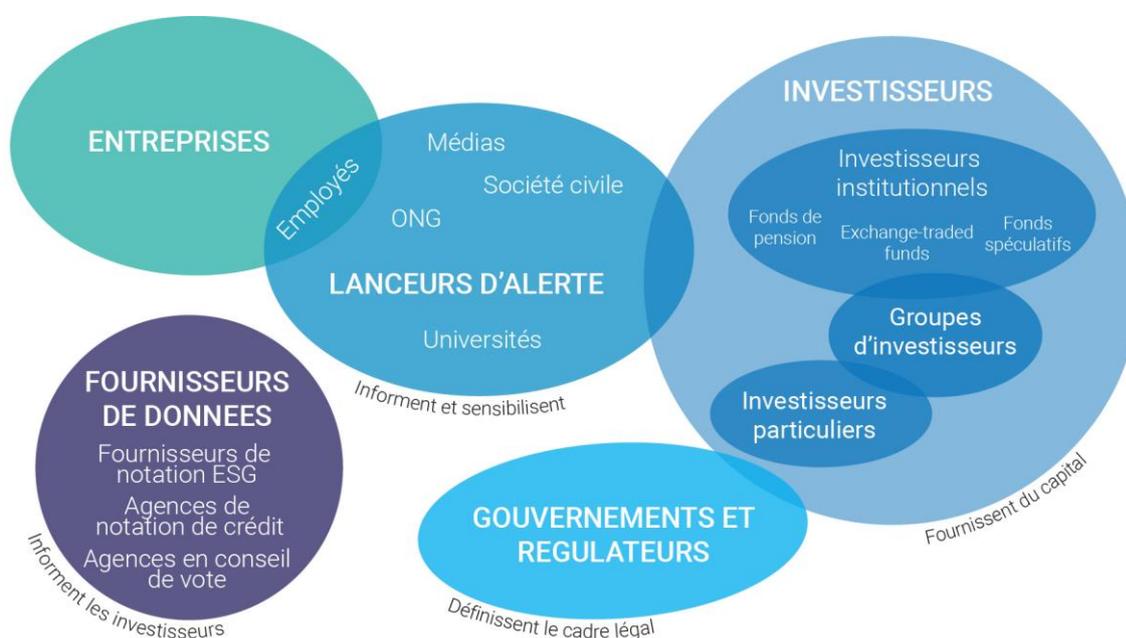
Avec 0 considéré comme non important et 5 très important. n=56. Source : SSF (2021)

de Bluebell Capital Partners - soutenu par le fonds de pension Artisan Partners - auprès de Danone en est un bon exemple. Le fonds spéculatif londonien, détenant alors des participations inférieures à 5%, avait en janvier 2021 interpellé le géant de l'alimentation français sur la structure de sa gouvernance ainsi que sur sa performance financière, inférieure à celle de ses concurrents Nestlé et Unilever. L'initiative s'était soldée par le départ du CEO et président du conseil d'administration, Emmanuel Faber [18].

Les exchange-traded funds ont un pouvoir d'influence important. Les acteurs les plus grands, i.e. BlackRock, Vanguard et State Street aussi appelés les Big Three⁷ utilisent cette influence dans le cadre d'engagements privés. Ces derniers détenaient en moyenne 25% des votes des entreprises du

S&P500 fin 2017 mais votent moins souvent en faveur des résolutions d'actionnaires sociales et environnementales que les sociétés de conseil en vote [7], [19]. Les Big Three semblent en effet préférer l'engagement privé pour trouver des solutions nuancées à aux problématiques ESG⁸ ; en particulier avec les entreprises dans lesquelles ils ont de grandes participations [20]. L'engagement passe ici par la construction d'une relation de long terme et voter contre le management pourrait compromettre les avancées faites lors de discussions. De nouvelles ambitions semblent néanmoins émerger pour restituer les droits de vote aux actionnaires d'ETF : à partir de 2022, BlackRock souhaite donner la possibilité à ses clients de participer plus activement aux décisions de vote lorsque

Figure 7 : Écosystème de l'actionnariat actif



⁷ Lorsqu'un investisseur institutionnel ou particulier investit dans un ETF, il ou elle possède une part de cet ETF mais c'est l'ETF lui-même, ou plutôt son gestionnaire, qui détient les titres sous-jacents et bénéficie des droits y étant attachés tels que le droit de vote.

⁸ Entre 2017 et 2019, les Big Three ont en moyenne mené des engagements privés sur 7.5% des entreprises de leurs portefeuilles [19], ce qui en termes relatifs paraît faible mais en termes absolus représente des centaines d'entreprises.

cela est légalement et opérationnellement viable [21].

4.3.2 Investisseurs particuliers

Bien que les investisseurs institutionnels attirent plus souvent l'attention, les investisseurs particuliers ont également un rôle important. Jusque dans les années 70, ils étaient les principaux acteurs de la scène de l'engagement actionnarial aux États-Unis, bien que leurs actions aient souvent été perçues comme une subversion de l'AG annuelle et un gaspillage du temps de la direction et des ressources de l'entreprise [10], [13]. En Europe, ils représentent une part importante des investissements en actions : les ménages détenaient près de 23%, 21% et 19% des actions cotées en Autriche, Belgique et Allemagne respectivement en 2019 [22]. Aussi, les propositions de gouvernance d'investisseurs particuliers obtiennent régulièrement le soutien d'autres investisseurs, ce qui contredit certaines critiques suggérant qu'ils ont des intérêts différents de ceux d'investisseurs diversifiés. Entre 2005 et 2018, 26% des résolutions soumises aux entreprises du S&P 1500 par des *corporate gadflies* ont reçu la majorité des votes des actionnaires [13].

L'engagement de ces investisseurs est susceptible d'augmenter en raison des nouvelles technologies et de leur appétit pour les investissements durables. De nouvelles initiatives innovantes démocratisent en effet les pratiques de l'actionnariat actif. La plateforme américaine Say Technologies, acquise en août 2021 par l'application de négoce pour investisseurs particuliers Robinhood, facilite par exemple l'exercice des droits des actionnaires [23]. Tulipshare, une plateforme d'investissement activiste britannique qui permet à ses clients-actionnaires de mettre en commun leurs droits, a également fait ses preuves avec le dépôt de quatre résolutions depuis sa création en juillet 2021 [24]. En Suisse, la startup Inyova, dédiée à l'investissement à impact, est en train de mettre en place un

service facilitant l'exercice des votes en ligne [25].

4.3.3 Groupes d'investisseurs

Les gestionnaires et détenteurs d'actifs ont ces dernières années augmenté leurs collaborations à travers des initiatives communes. Ces groupes d'investisseurs orientés ESG ont commencé à se développer avec la création du [Ceres](#) à la fin des années 80. Ils touchent à la fois les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers et se focalisent sur des objectifs spécifiques. Les investisseurs institutionnels cherchant par exemple à canaliser leurs efforts pour atteindre la neutralité carbone de leurs placements et dans leurs prises d'influence peuvent rejoindre l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) et Climate Action 100+. Des investisseurs particuliers cherchant à faire de même peuvent directement acheter des parts d'entreprises fossiles à travers le groupe FollowThis. Ce dernier, regroupant aujourd'hui plus de 8000 actionnaires, vote et s'engage en leurs noms lors des AG. Dans ce cas, la frontière entre groupes d'investisseurs et activistes devient floue.

4.3.4 Lanceurs d'alerte

Les lanceurs d'alerte renforcent la stigmatisation du comportement de certaines entreprises et contribuent ainsi à rendre l'actionnariat actif plus efficace. ONG, médias, employés, chercheurs et étudiants militent et informent les autres parties prenantes par le biais de documentaires, d'articles ou de protestations et accroissent ainsi la pression sur les entreprises.

Ces acteurs sont de plus en plus entrepreneurs et investissent directement dans les entreprises qu'ils stigmatisent pour faire changer les choses. En 2019, quelque 8700 employés d'Amazon avaient par exemple déposé une résolution d'actionnaires demandant au géant américain de publier un rapport détaillant son plan stratégique face

aux risques climatiques et sa dépendance aux énergies fossiles [26]. Opposé à la résolution, Amazon avait toutefois publié une initiative visant à éliminer les émissions de carbone de la moitié des livraisons de ses clients d'ici 2030. La résolution n'avait pas obtenu la majorité mais avait reçu le soutien des agences de conseil en vote ISS et Glass Lewis [27].

4.3.5 Agences de notation

Les agences de notation ESG et de crédit, des sources d'informations essentielles aux investisseurs, peuvent être directement impactées par l'engagement - et la réciproque est également vraie. Les premières mesurent la résilience des entreprises face aux risques ESG à long terme selon leur propre méthodologie et sont par extension influencées par les initiatives actionnariales sur ces thèmes. L'agence de notation ESG MSCI avait, par exemple, baissé la note de Solvay en mars 2021, suite à l'engagement du fonds spéculatif Bluebell Capital Partners s'opposant à la gestion des déchets de l'usine toscane du géant belge [28]. Les agences de notation de crédit, établies par les régulateurs financiers pour une meilleure gestion des risques, intègrent également la performance ESG des entreprises dans leur méthodologie [29]. Il semblerait néanmoins que souvent l'activisme actionnarial soit associé à une **décision de notation de crédit** : S&P Global a identifié que 26 décisions étaient liées à des campagnes d'activistes menées en 2020 et que 80% d'entre elles impliquaient une dégradation de la notation. Ces dernières suivaient d'importantes fusions-acquisitions ou des changements dans la structure du capital initiés par les

actionnaires. Les campagnes ESG, bien que représentant 75% du total des campagnes, n'ont conduit qu'à quelques décisions de notation.[30].

4.3.6 Agences en conseil de vote

Les agences en conseil de vote sont des acteurs clés de l'actionnariat actif (Box 1). Les gestionnaires d'actifs ont un pouvoir de vote important grâce à leur position d'agent vis-à-vis de leurs clients. Ce pouvoir les soumet à des réglementations strictes reposant sur leur devoir fiduciaire et leur imposant de voter dans le meilleur intérêt de leurs clients. Compte tenu des milliers de titres détenus dans les portefeuilles des investisseurs et des ressources nécessaires pour mettre en place des processus de **due diligence** raisonnables, une grande partie des gestionnaires d'actifs font appel aux services d'agences en conseil de vote, telles que ISS et Glass Lewis [31]. Sur le marché suisse, la fondation Ethos promouvant le développement durable, est également un acteur important dont les membres représentent aujourd'hui des actifs sous gestion à hauteur de CHF 330 milliards [32].

4.3.7 Gouvernements et législateurs

Les gouvernements et organes réglementaires peuvent faciliter ou à l'inverse entraver les pratiques de l'actionnariat actif. Les réglementations et la culture de l'actionnariat actif varient d'une juridiction à une autre. Ces différences sont discutées dans la Section 4.4 suivante.

BOX 1 : PARTICULARITÉS DU MARCHÉ EN CONSEIL DE VOTE

Le marché du conseil en vote est très concentré et a une importance non négligeable sur les résultats des votations des entreprises, ce qui peut soulever des inquiétudes. ISS et Glass Lewis, détenus par des entreprises de **private equity**, représentaient à eux deux 90% du marché en 2020 [33]. En 2017, 23% des clients d'ISS suivaient presque entièrement ses recommandations allant à l'encontre du management, contre seulement 5% en 2007 [34]. En se remettant automatiquement et uniquement à ces recommandations, certains investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs tendraient à créer un phénomène indésirable, appelé *robovoting*⁹.

En réponse à ces préoccupations, les conseillers en vote élargissent leurs gammes de produits et révisent régulièrement leurs politiques. ISS offre par exemple un éventail de directives de vote varié et, sur demande, personnalisé pour répondre aux besoins diversifiés de leurs clients. Les directives de vote sont disponibles en ligne, varient par région et incluent des directives spécialisées se concentrant e.g. sur le climat et la durabilité [35]. Le fournisseur de données américain veille aussi à réviser ses directives et à intégrer les acteurs du marché dans leur élaboration, en se basant sur les résultats de la période de vote, de nouvelles études empiriques, et de table rondes et d'enquêtes publiques auprès de clients, entreprises, universitaires, ONG et autres [36]. ISS laisse également une chance aux entreprises évaluées d'engager le dialogue avant le vote via leur plateforme [37].

Pour augmenter la transparence dans les processus d'évaluation, les corps réglementaires ont également mis en place de nouvelles initiatives ces dernières années. À travers sa Directive relative aux droits des actionnaires II (SRD II) mise en vigueur en septembre 2020, le Parlement européen impose des exigences de transparence aux conseillers en vote : ils doivent désormais divulguer publiquement « les informations essentielles liées à l'élaboration de leurs recherches, conseils et recommandations de vote ainsi qu'aux conflits d'intérêts réels ou potentiels et aux relations commerciales susceptibles d'influencer » leurs recherches [38]. De l'autre côté de l'Atlantique, la SEC a en juillet 2020 publié de nouvelles réglementations afin de garantir que les conseillers en investissement, y compris les investisseurs institutionnels et les agences en conseil de vote qui les assistent, agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires-clients¹⁰. Ces suivis renforcés annoncés en 2019 pourraient déjà avoir eu un effet sur les pratiques de *robovoting* : le nombre d'investisseurs institutionnels appliquant cette stratégie semble avoir diminué de 5.8% entre 2019 et 2020¹¹ [33].

⁹ Le *robovoting* correspond à un alignement très fort avec les recommandations des agences en conseil de vote allant à l'encontre de celles du management. Rose (2021) et Shu (2021) fixent ce seuil d'alignement à 99.5% et 99.9% respectivement [33], [34]. La tendance au *robovoting* est particulièrement prononcée chez les plus petits fonds indiciels dont environ 50% y font appel.

¹⁰ La nouvelle réglementation aura trois impacts principaux. Premièrement, la société de conseil en vote devra fournir les résultats de ses recommandations non seulement à ses clients mais aussi aux entreprises analysées. Deuxièmement, si l'entreprise répond aux recommandations de la société de conseil, celle-ci devra mettre en place une procédure afin d'avertir ses clients de cette réponse. Finalement, si le client est un conseiller en investissement, une procédure face à la réponse de l'entreprise devra être mise en place [39].

¹¹ L'analyse de Rose (2021) se base sur des données récoltées après l'annonce de la SEC concernant la mise en place d'une réglementation des agences en conseil de vote en novembre 2019, mais avant la publication finale de la réglementation en juillet 2020 [33]. L'auteur compare ces résultats avec les mêmes données récoltées l'année précédente.

4.4 DÉVELOPPEMENT RÉGLEMENTAIRE ET CULTURE DE L'ENGAGEMENT

En Europe, les réglementations et la culture du consensus favorisent les approches collectives et les discussions privées avec les entreprises plutôt que les confrontations publiques et conflictuelles. Pour déposer une résolution, l'actionnaire ou groupe d'actionnaires s'engageant doit en effet détenir entre 0.5% et 5% des parts en fonction du pays (hors pays scandinaves) (Figure 8). Cela rend le dépôt de proposition complexe pour les entreprises à large capitalisation boursière, qui sont sans conteste celles ayant le plus d'impact sur la société. Aussi, les gestionnaires d'actifs européens sont plus enclins à voter en faveur de résolutions environnementales ou sociales que leurs pairs américains. En 2021, ils votaient en leur faveur 25 points de pourcentage plus souvent en moyenne [7]. Cette tendance peut s'expliquer par les préférences des investisseurs, recherchant davantage de produits durables, ainsi que par l'environnement législatif européen propice à la finance durable. Le plan d'action et le pacte vert de l'Union Européenne ainsi que la *Corporate Sustainability Reporting Directive*, prenant en compte le cadre de la TCFD, accroissent la pression en faveur d'une plus grande publication d'informations ESG et encourage le dialogue avec les actionnaires [40].

La Suisse suit la tendance européenne, aussi bien à un niveau réglementaire que thématique. En juin 2020, le parlement suisse adoptait une réforme du droit des sociétés anonymes modifiant notamment les conditions nécessaires à l'ajout d'un objet à l'ordre du jour de l'AG. A partir de son entrée en vigueur courant 2022, un actionnaire d'une entreprise listée suisse souhaitant faire cette demande devra disposer de 0.5% du capital-actions ou des voix, contre

une valeur de CHF 1m jusqu'à présent¹² [41]. Quand bien même cette réforme rapproche les conditions suisses de leurs équivalents européens plus stricts, elle pourrait conduire certaines entreprises à revoir leur seuil de dépôt de résolution à la hausse et détériorer les droits des actionnaires. L'activisme suisse se concentre principalement

Figure 8 : Critères de dépôt d'une résolution d'actionnaire en Europe et aux États-Unis

Pays	Participation requise pour soumettre un objet à l'ordre du jour
Autriche	5%
Belgique	3%
Danemark	Une part
Finlande	Une part
France	Entre 0.5% à 5%*
Allemagne	5% ou €500,000
Grèce	5%
Irlande	3%
Italie	2.5%
Luxembourg	5%
Pays-Bas	3%**
Norvège	Une part
Portugal	2%
Espagne	3%
Suède	Une part
Suisse	0.5%
UK	5% ou 100 membres ***
US	USD 2 000 pendant <3 ans USD 15 000 pendant <2 ans USD 25 000 pendant <1 an

Note : Les critères sont spécifiques aux entreprises cotées en bourse. (*) en fonction du capital de l'entreprise i.e. 5% si le capital est inférieur à EUR 750 000, 1% s'il est compris entre EUR 7 500 000 et EUR 15 000 000. (**) peut diminuer à 1% si mentionné dans les statuts de l'entreprise. (***) qui ont le droit de voter et qui détiennent des parts sur lesquelles ont été payés en moyenne > GBP 100 par membre. Sources : Thomson Reuters Practical Law

¹² Dans le cas où l'entreprise décide d'augmenter ses seuils jusqu'au maximum de 0.5% autorisé par la nouvelle réglementation.

sur les questions stratégiques et opérationnelles ainsi que de gouvernance [42]. Les aspects ESG ont récemment pris plus d'importance (Figure 6) et devraient continuer sur cette lancée. En effet, le Conseil Fédéral a le 30 mars dernier ouvert une procédure de consultation concernant l'ordonnance relative aux grandes entreprises suisses sur les questions climatiques. Celle-ci prévoit la mise en œuvre contraignante des recommandations du TCFD pour les grandes entreprises suisses et pourrait augmenter le dialogue avec les actionnaires. Bien qu'il y ait toujours une marge d'amélioration, les investisseurs suisses sont relativement bien positionnés sur ces questions : dans le classement des gestionnaires d'actifs usant de leur droit de vote en faveur de l'environnement et de la société, les sept gestionnaires suisses considérés font partie du top 30 sur un classement de 65 [7].

Aux États-Unis, la réglementation est pour l'instant plus libérale. La SEC requiert des critères moins stricts que les Européens pour soumettre des propositions d'actionnaires ; ce qui explique sans doute leur popularité (Figure 8). Une fois la résolution d'actionnaires déposée, le conseil d'administration décide de l'ajouter ou non à l'ordre du jour de l'AG. La Rule 14a-8 de la SEC permet aux entreprises d'omettre certaines résolutions, notamment d'ordre ESG, sur bases d'activité ordinaire¹³ ou encore de pertinence économique. En novembre 2021, l'instance réglementaire américaine a néanmoins modifié son interprétation des demandes d'exclusion de propositions. L'entreprise doit maintenant démontrer que la proposition qui lui a été soumise

et qu'elle souhaite omettre ne soulève pas de questions sociales ou éthiques ayant un impact sur la société au sens large [43]. Ces développements réglementaires pourraient laisser supposer une augmentation des propositions ESG pour la période de procuration 2022 mais les annonces récentes du président de la SEC pourraient dans le futur limiter ces incitations pour les fonds spéculatifs¹⁴.

¹³ L'exception fondée sur l'activité ordinaire de l'entreprise (ordinary business exception) permet d'exclure des propositions traitant de questions relatives aux opérations commerciales ordinaires de l'entreprise ; cela dans le but de confier la résolution des problèmes opérationnels ordinaires à la direction et au conseil d'administration plutôt que lors d'une AG.

¹⁴ En effet, la SEC considère actuellement une restriction du délai sous lequel les fonds spéculatifs doivent annoncer l'acquisition d'une participation au capital de plus de 5%. Le délai actuel de 10 jours serait déjà trop court et ces fonds auraient plus de mal à faire des bénéfices s'ils doivent révéler leurs stratégies au public encore plus tôt [44].

5 ENGAGEMENT DANS LES AUTRES CLASSES D'ACTIF

L'engagement prend différentes formes en fonction de la classe d'actifs détenue par l'investisseur. Notre analyse s'est jusque-là axée sur les actions listées, pour lesquelles les investisseurs peuvent soumettre leurs points de vue et préoccupations par le vote et l'engagement. Ces deux composantes s'étendent partiellement aux obligations d'entreprise et souveraines et aux titres d'entreprises non-listées. Ces actifs peuvent permettre à leur détenteur d'avoir un impact tout aussi notable et sont de plus en plus soumis à l'engagement ESG.

5.1 OBLIGATIONS

Ces dernières années, les créanciers ont multiplié leurs interventions d'ordre ESG. Un sondage international de Russell Investment montre qu'entre 2019 et 2021 la proportion de gestionnaires d'obligations engageant régulièrement les émetteurs de leurs titres obligataires a augmenté de 7 points de pourcentage, passant de 88% à 95% (Figure 9). L'engagement obligataire est particulièrement observable pour les titres d'entreprises : en 2020, 84% des obligations d'entreprises non-financières détenues par des signataires de l'UN PRI ont été sujettes à un engagement contre 66% pour les obligations souveraines [45].

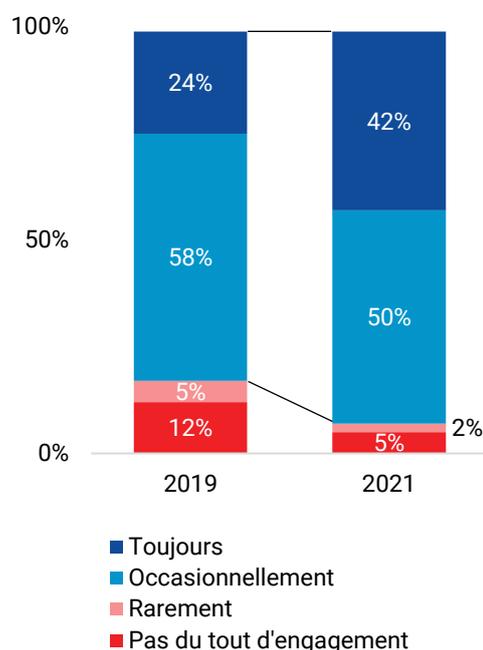
5.1.1 Obligations d'entreprises

Les détenteurs d'obligations d'entreprises peuvent exercer des pressions, bien qu'ils ne soient pas actionnaires propriétaires et qu'ils n'aient donc pas les mêmes droits. 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 [45].

L'engagement peut ici se faire de différentes manières. Les créanciers peuvent inscrire les problématiques ESG, avant

émission, dans la convention de crédit, ou, après émission, lors de renégociations des obligations contractuelles, de refinancement ou d'assemblées obligataires. Ils peuvent également 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. Les titres de dette axés sur la durabilité, tels que les green bonds sont davantage sujets à l'engagement, notamment car les investisseurs veulent se protéger contre le risque de greenwashing et s'assurer de la qualité de l'impact environnemental positif espéré.

Figure 9 : Fréquence des discussions ESG entre investisseurs obligataires et émetteurs (en % du total)



Source : Phillips et al. (2021)[46]

Les préférences diversifiées des créanciers peuvent entraver les actions d'engagement avant émission. Si les contraintes sont trop importantes, les émetteurs peuvent se tourner vers d'autres sources de financement. Les questions ESG se prêtent parfois difficilement aux analyses quantitatives et leur évaluation peut être fastidieuse. Certaines entreprises émettrices seront réticentes à inclure des paramètres qui ne peuvent être facilement mesurés sans un coût administratif élevé dans leurs actes obligatoires et essayeront de se tourner vers des créanciers moins exigeants.

5.1.2 Obligations souveraines

Bien que cela puisse être plus ambitieux, les détenteurs d'obligations souveraines peuvent également s'engager afin d'encourager la transparence et la publication de données environnementales et sociales ou de souligner les risques de crédit qui pourraient avoir un impact important sur la santé du pays émetteur à long terme. L'engagement peut être mené de différentes manières : 1) par l'organisation de réunions privées e.g. visant à améliorer la publication d'informations pertinentes pour l'évaluation de solvabilité, 2) via des actions collaboratives, ou encore 3) lors d'événements ponctuels tels que la présentation de plans budgétaires ou la publication de rapport de stabilité financière [47].

Ce type d'engagement est traditionnellement lié à la politique fiscale et monétaire et les thématiques ESG n'ont que récemment commencé à être mises en avant. En novembre 2021, le gouvernement zambien rencontrait par exemple une dizaine de créanciers, dont le grand gestionnaires d'actifs français Amundi, pour discuter d'une restructuration de la dette du pays et éventuellement inclure des objectifs ESG, qui si atteints diminueraient les frais d'intérêts [48]. Un peu plus tôt la même année, 251 institutions financières - représentant USD 17 billions d'actifs sous gestion - si-

gnaient une lettre ouverte adressée au gouvernement brésilien l'appelant à stopper la déforestation de l'Amazonie [49].

Les investisseurs souverains suivant le chemin de l'engagement ont néanmoins un défi à relever : ne pas faire confondre leur action avec des activités de lobby ou une interférence de la politique publique du gouvernement émetteur. Mettre l'accent sur certaines problématiques sociales ou de gouvernance, e.g. en fixant des objectifs sur les droits politiques, pourrait être mal accueilli dépendamment de l'agenda et des contraintes financières du gouvernement [48].

5.2 PRIVATE EQUITY

Les marchés privés ne sont pas épargnés par l'engagement lié aux problématiques ESG. Un sondage PwC (2021) révélait qu'en 2021 56% des gestionnaires de fonds de *private equity* s'étaient engagés plus d'une fois par an sur des thématiques ESG avec les conseils d'administration, contre 35% en 2019 [50]. Un second sondage de PwC (2021) estime que près de 75% des acteurs européens visent à augmenter les actifs sous gestion de leurs fonds *private equity* ESG, et parmi eux presque 40% souhaite que cette augmentation soit d'au moins +20% [51]. Les directives de l'initiative [Science-based Targets](#) dédiées au *private equity* et publiées en novembre dernier montrent aussi la disposition de l'industrie à fixer des objectifs climatiques au sein des entreprises investies.

En effet, le modèle de private equity est particulièrement favorable à l'implémentation de meilleures pratiques ESG. Les [general partners](#) (GP) détiennent généralement une participation majoritaire ou minoritaire importante au capital de l'entreprise et peuvent user de cette influence surtout lorsque des améliorations ESG sont matérielles à la création de valeur. Ici, l'actionnariat actif passe donc essentiellement par

un monitoring post-investissement. Les **limited partners** (LP) ont quant à eux moins d'influence sur les investissements finaux du fait du contrat qui les lie aux GP [52]. Ils peuvent cependant formaliser l'intégration ESG à leurs investissements et exercer des pressions sur les GP pour qu'ils appliquent un monitoring ESG plus poussé en laissant flotter la menace d'un retrait des capitaux - lequel leur serait in fine tout de même coûteux.

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.

Ceres – Organisation d'investisseurs et de groupes d'intérêts s'attaquant aux défis liés au développement durable et ayant pour but d'intégrer la durabilité dans les marchés des capitaux.

Circulaire de procuration – Document qui est fourni par une entreprise avant son AG et qui contient l'ordre du jour et des informations additionnelles sur les sujets soumis au 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.

Décision de notation de crédit – Toute notation initiale, tout changement i.e. dégradation ou amélioration de la notation, retrait, confirmation ou suspension d'une notation existante, toute action de surveillance de risque de crédit et tout autre indicateur de notation.

Due diligence – Ensemble d'analyses et vérifications mené par l'investisseur en amont d'une transaction et lui permettant de se représenter les risques et opportunités y étant liés.

Exchange-traded funds ou ETF – Fonds indiciel listé en bourse et suivant un indice particulier tel que le Nasdaq ou le SMI.

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.

Fonds spéculatif ou *hedge funds* – Fonds d'investissement géré activement dont les gestionnaires utilisent une variété de stratégies, notamment l'effet de levier, dans le but de réaliser des rendements moyens supérieurs aux indices de référence du marché.

Fonds de pension – Fonds d'investissement assurant un revenu de retraite aux contribuables. Les fonds versés notamment par l'employeur sont investis au nom de l'employé, et les revenus générés sont reversés aux travailleurs au moment de la retraite.

General partners ou GP – Professionnels en placement qui prennent les décisions d'investissement dans un fonds *private equity* et gèrent celui-ci de manière quotidienne.

Initiative *Science-based Targets* – Initiative composée des organisations CDP, UNGC, WRI et WFF et encourageant une action climatique ambitieuse dans le secteur privé. Elle fournit des méthodes et critères pour une protection du climat efficace et permet aux entreprises de fixer des objectifs de réduction des émissions fondés sur des données scientifiques.

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

Limited partners ou LP – Investisseurs dans un fonds *private equity* dont les pertes ne peuvent monter qu'à hauteur de leur investissement.

Private equity – Fonds investissant dans le capital-actions d'une entreprise qui n'est pas listée en bourse ou d'une entreprise listée mais que le fonds souhaite privatiser. Ce type de fonds est géré par des *general partners* et financé par des *limited partners*.

Programmes de rachat d'actions – Initiative par laquelle une entreprise achète ses propres actions sur le marché ; cela pour deux principales raisons principales : 1) de réduire l'influence des actionnaires et d'empêcher certains d'entre eux de prendre une participation majoritaire ou 2) d'augmenter la valeur de ses capitaux propres. Cette dernière signifierait une sous-évaluation du prix de l'action par le marché et la présence de liquidités suffisantes pour effectuer la transaction.

Obligation d'entreprise – Titre de dette émis par une entreprise dans le but de récolter des fonds à des fins spécifiques.

Obligation souveraine – Titre de dette émis par un émetteur souverain tel qu'un État ou une banque centrale.

Résolution d'actionnaires – 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.

SEC – *Securities and Exchange Commission*. Agence du gouvernement américain réglementant les marchés financiers et visant à protéger les investisseurs.

TCFD – *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, en français Groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat. Groupe créé par le Conseil de stabilité financière du G20 fournissant des recommandations à destination d'investisseurs concernant la publication d'informations sur la gouvernance et les mesures prises par les entreprises pour atténuer les risques liés au changement climatique.

Théories d'agence – Théories traitant des conséquences liées au problème du principal-agent et examinant l'asymétrie d'information et la divergence d'intérêt et de motivation entre le principal e.g. l'actionnaire et l'agent e.g. le management de l'entreprise.

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] Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020," Global Sustainable Investment Alliance, 2021.
- [2] J.-P. Danthine and F. Hugard, "Divesting: for what impact?," Enterprise for Society, E4S White Paper, Dec. 2021.
- [3] 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.
- [4] V. Piani, "Guide pratique pour l'actionnariat actif dans les sociétés cotées," UN PRI, 2017.
- [5] J. Morgenthaler, K. Hess, A. Bodenmann, T. Busch, S. Döbeli, and J. Laville, "Swiss Sustainable Investment Market Study 2021," Swiss Sustainable Finance, 2021.
- [6] Y. Rack, "As oil majors face climate rebukes, advocates shift to longer-term fight," *S&P Global Market Intelligence*, p. 2, 2021.
- [7] 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.
- [8] T. Johnson, "Shareholder Engagement: An Evolving Landscape," *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Mar. 09, 2017. <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/03/09/shareholder-engagement-an-evolving-landscape/> (accessed Apr. 01, 2022).
- [9] J. R. Ritter, "Initial Public Offerings: Technology Stock IPOs," p. 16, 2021.
- [10] 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.
- [11] P. Krueger, Z. Sautner, and L. T. Starks, "The Importance of Climate Risks for Institutional Investors," Social Science Research Network, Rochester, NY, SSRN Scholarly Paper ID 3235190, Nov. 2019. doi: 10.2139/ssrn.3235190.
- [12] J. A. McCahery, Z. Sautner, and L. T. Starks, "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors: Behind the Scenes," *J. Finance*, vol. 71, no. 6, pp. 2905–2932, Dec. 2016, doi: 10.1111/jofi.12393.
- [13] Y. Nili and K. Kastiel, "The Giant Shadow of Corporate Gadflies," *SSRN Electron. J.*, 2020, doi: 10.2139/ssrn.3520214.
- [14] 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.
- [15] J. Cook and J. Sethi, "Asset Managers as Stewards of Sustainable Business: Implications of the Rise in Passive Investing," Morningstar, Oct. 2019.
- [16] S. Çelik and M. Isaksson, "Institutional investors and ownership engagement," *OECD J. Financ. Mark. Trends*, vol. 2013, no. 2, pp. 93–114, Mar. 2014, doi: 10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc.
- [17] Reuters, "New York state pension fund backs activist nominees in Exxon proxy fight," Apr. 23, 2021. <https://www.reuters.com/business/energy/exclusive-new-york-state-pension-fund-backs-activist-nominees-exxon-proxy-fight-2021-04-23/> (accessed Mar. 25, 2022).
- [18] S. Cantale, "Danone's damaging brush with activist investors," *I by IMD*, Mar. 22, 2021. <https://iby.imd.org/finance/danones-damaging-brush-with-activist-investors-2/> (accessed Apr. 01, 2022).
- [19] 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.
- [20] J. Azar, M. Duro, I. Kadach, and G. Ormazabal, "The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World," p. 78, Dec. 2020.
- [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] The Economist Intelligence Unit, "Untapped Capital: Understanding the retail investor pool," 2020.
- [23] Robinhood, "Say Technologies is Joining Robinhood," *Under the Hood*, Aug. 10, 2021. <https://blog.robinhood.com/news/2021/8/10/say-technologies-is-joining-robinhood> (accessed Mar. 21, 2022).
- [24] Tulipshare, "Tulipshare - Welcome to the future of activist investing," 2022. <https://tulipshare.com/campaigns> (accessed Mar. 21, 2022).
- [25] Inyova, "Online Shareholder Voting," 2022. <https://inyova.ch/en/?roadmap=online-shareholder-voting> (accessed Mar. 21, 2022).
- [26] E. Warren *et al.*, "Letter to Blackstone Group regarding private equity investments and Amazon deforestation," Dec. 16, 2019.
- [27] "Two Largest Investment Advisory Firms Side With Employees on Amazon Climate Shareholder Resolution," *Google Docs*. https://docs.google.com/document/d/1-qDEc95lYucdse5zCVcl8jOXmjY_zEOwQQzYkGnLjv4/edit?usp=embed_facebook (accessed Apr. 01, 2022).
- [28] Bluebell Capital Partners, "Bluebell Capital Partners - réponse à la lettre ouverte du conseil d'administration de Solvay concernant les opérations de carbonate de soude à Rosignano," *GlobeNewswire News Room*, Feb. 18, 2022. <https://www.globenews-wire.com/news-release/2022/02/18/2388135/0/fr/Bluebell-Capital-Partners-r%C3%A9ponse-%C3%A0-la-lettre-ouverte-du-conseil-d-administration-de-Solvay-concernant-les-op%C3%A9rations-de-carbonate-de-soude-%C3%A0-Rosignano.html> (accessed Mar. 24, 2022).
- [29] S&P Global, "General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings," Oct. 10, 2021. <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourcelid/12085396> (accessed Mar. 24, 2022).
- [30] S&P Global, "Rising Shareholder Activism Mostly Harms Credit Quality, Report Says," *News Release Archive*, Mar. 17, 2021. <https://press.spglobal.com/2021-03-17-Rising-Shareholder-Activism-Mostly-Harms-Credit-Quality-Report-Says> (accessed Mar. 24, 2022).
- [31] C. S. Spatt, "Proxy Advisory Firms, Governance, Market Failure, and Regulation," *Rev. Corp. Finance Stud.*, vol. 10, no. 1, pp. 136–157, Mar. 2021, doi: 10.1093/rcfs/cfaa026.
- [32] "The Ethos Foundation celebrates its 25th anniversary | Ethos - Swiss Foundation for Sustainable Development." <https://www.ethosfund.ch/en/news/the-ethos-foundation-celebrates-its-25th-anniversary> (accessed Apr. 01, 2022).
- [33] P. Rose, "Proxy Advisors and Market Power: A Review of Institutional Investor Robovoting," p. 42, Apr. 2021.
- [34] C. Shu, "The Proxy Advisory Industry: Influencing and Being Influenced," p. 62, 2021.
- [35] "Current Voting Policies," *ISS*. <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/> (accessed Apr. 01, 2022).
- [36] ISS, "Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis," Jan. 2021.

- [37] "Feedback Review Board," *ISS*. <https://www.issgovernance.com/contact/feedback-review-board/> (accessed Apr. 01, 2022).
- [38] European Parliament, Council of the European Union, "Directive (UE) 2017/du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires." *Journal officiel de l'Union européenne*, May 17, 2017.
- [39] H. Grannis, J. Langston, and N. Grabar, "The SEC Takes Action on Proxy Advisory Firms," *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Aug. 19, 2020. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/19/the-sec-takes-action-on-proxy-advisory-firms/> (accessed Apr. 01, 2022).
- [40] Task Force on Climate-related Financial Disclosures, "2021 Status Report," Oct. 2021.
- [41] "Code des obligations (Droit de la société anonyme)," p. 72, 2020.
- [42] M. Hoch, "Shareholder Activism & Engagement 2021: Switzerland," *Lexology Getting The Deal Through*, Apr. 2021.
- [43] SEC, "Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L (CF)," 2021. <https://www.sec.gov/corpfin/staff-legal-bulletin-14l-shareholder-proposals> (accessed Jan. 11, 2022).
- [44] E. Javers and Y. Li, "SEC eyes tighter disclosure deadlines for hedge funds building big stakes in companies," *CNBC*, Jan. 19, 2022. <https://www.cnbc.com/2022/01/19/sec-eyes-tighter-disclosure-deadlines-for-hedge-funds-building-big-stakes-in-companies.html> (accessed Apr. 01, 2022).
- [45] UN PRI, "Fixed Income," 2019. [Online]. Available: <https://www.unpri.org/download?ac=10227>
- [46] Y. Phillips, E. Zhao, and M. Ovalle, "2021 ESG Manager Survey: The red flag is raised on climate risk," *Russell Investments*, 2021.
- [47] W. Beyene, M. D. Delis, and S. R. G. Ongena, "Fuelling fossil fuel: Bond to bank substitution in the transition to a low-carbon economy," *UN PRI Blog*, 2020.
- [48] W. P. G. Louch, "In Sovereign Debt Talks, Wealthy Fund Managers Are Trying Something New," *Bloomberg.com*, Feb. 10, 2022. Accessed: Feb. 23, 2022. [Online]. Available: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-10/at-park-lane-debt-talks-wealthy-fund-managers-try-something-new>
- [49] Storebrand Asset Management, KLP, Gjensidige, Sparebank 1 Forsikring, MP Pension, and 29 other institutions, "Open letter from financial institutions to halt deforestation in Brazil." Jul. 2020.
- [50] PwC, "Private equity's ESG journey: From compliance to value creation," *Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021*, 2021.
- [51] PwC, "2022 EU Private Markets: ESG Reboot," PwC, 2021.
- [52] BlackRock & Ceres, "21st Century Engagement: Investor Strategies for Incorporating ESG Considerations into Corporate Interactions," Mar. 2015.