

Actionnariat actif : pour quel impact ?



Actionnariat actif : pour quel impact ?

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 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), 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 MATIERES

1	Résumé	3
2	Introduction	5
3	Analyse coût-bénéfice pour l'investisseur	6
3.1	Coûts	6
3.1.1	Coûts administratifs et de suivi	6
3.1.1.1	Vote	6
3.1.1.2	Engagement	7
3.1.2	Coûts indirects	8
3.1.2.1	Coût d'opportunité et détérioration de la valeur à court terme	8
3.1.2.2	L'engagement et le problème du passager clandestin	8
3.2	Bénéfices	9
3.2.1	Augmentation de la valeur de l'entreprise	9
3.2.1.1	À l'annonce de l'engagement	9
3.2.1.2	Pendant la période d'engagement	10
3.2.1.3	Risques ESG et rendements à l'état stationnaire	12
3.2.2	Avantages non-financiers de l'engagement	13
4	Réponses et impact sur la cible	14
4.1	Motifs de l'engagement	14
4.2	Réactions de l'entreprise	15
4.3	Changements observés et impact de l'engagement	15
4.3.1	Performance ESG	16
4.3.2	Performance financière et opérationnelle de l'entreprise	16
4.3.3	Relations avec les parties prenantes	17
5	Glossaire	19
6	Références	20

1 RESUME

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.

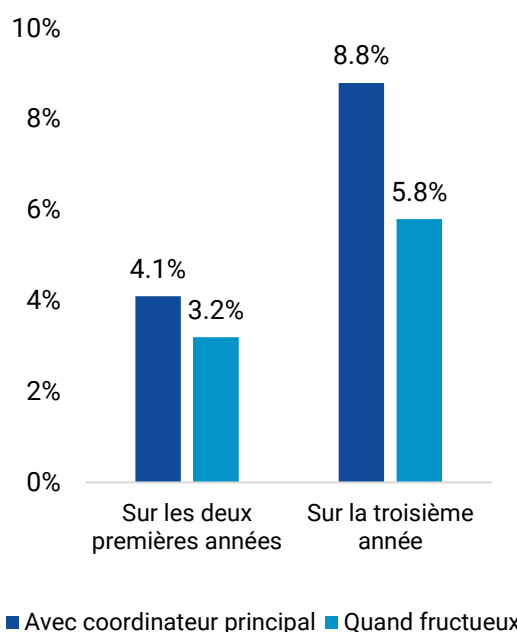
Mais quel est le réel impact de l'actionnariat actif, pour l'investisseur et l'entreprise ciblée ? En désinvestissant d'entreprises à mauvaise performance environnementale, sociale ou de gouvernance (ESG), les investisseurs ont, jusqu'à ces deux dernières années, été récompensés grâce à un effet de momentum mais qui, par définition, n'est pas voué à persister. Côté entreprise, les vagues de désinvestissement sur les marchés peuvent encourager à changer les pratiques mais de nombreuses conditions sont nécessaires pour que cela soit effectif. Qu'en est-il de l'actionnariat actif, en particulier lorsqu'il se concentre sur les problématiques ESG ?

Les investisseurs faisant appel à l'actionnariat actif s'exposent à des coûts administratifs et indirects élevés mais sont généralement récompensés par des rendements supérieurs. L'actionnariat actif requiert des qualités d'écoute et de la persévérance ainsi que des ressources importantes pour évaluer rigoureusement l'entreprise et mettre en place des objectifs et leur suivi. En dehors des améliorations ESG, les investisseurs s'exposant aux coûts de l'actionnariat actif peuvent les justifier de deux manières : par une augmentation de la valeur de l'entreprise et une diminution des risques ex-post ainsi que par des avantages informationnels et réputationnels.

Ces derniers ne sont pas nécessairement partagés avec les autres actionnaires.

Les entreprises engagées améliorent généralement leurs pratiques ESG, surtout lorsqu'elles ont du retard sur leurs pairs. Elles voient également leur performance opérationnelle et financière s'améliorer, à travers une croissance des ventes et une augmentation de la productivité. Leurs relations avec les parties prenantes sont aussi impactées : les actionnaires veulent conserver leur participation et les employés sont plus loyaux à l'entreprise après une amélioration de leurs pratiques ESG, mais les auditeurs seraient plus diligents.

Variation des rendements anormaux cumulés annuels pour les engagements collaboratifs ESG



Note : L'investisseur coordinateur principal mène le dialogue et est soutenu par les autres investisseurs de l'engagement collaboratif. Les engagements fructueux considèrent les engagements avec et sans coordinateur principal. Source : Dimson et al. (2021)

La collaboration entre investisseurs apparaît comme un facteur clé dans le potentiel d'impact de l'actionnariat actif. D'une part, elle permet de réduire les coûts liés à la duplication des responsabilités et des efforts de recherche. D'autre part, elle semble aussi plus efficace : les entreprises ciblées par l'engagement collaboratif performant

mieux sur la durée. Un groupe d'actionnaires diversifié a en effet 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 ou n'est pas envisageable financièrement pour l'investisseur.

POINTS ESSENTIELS

- 1 Les investisseurs faisant appel à l'actionnariat actif s'exposent à des coûts administratifs et indirects élevés, en particulier lorsqu'ils s'engagent. Cependant, ils sont généralement récompensés par des rendements supérieurs, notamment lorsque l'engagement est réussi et mené en collaboration avec d'autres investisseurs.
- 2 Les entreprises engagées sur des thématiques environnementales, sociales et de gouvernance améliorent généralement leurs pratiques, surtout lorsqu'elles ont du retard sur leurs pairs. Elles voient également leur performance opérationnelle et financière s'améliorer et leurs relations avec les parties prenantes impactées.
- 3 La collaboration entre investisseurs est un facteur clé. Non seulement elle répartit les coûts mais elle apparaît aussi comme plus efficace, améliorant davantage la valeur et la performance de l'entreprise.

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 ?**, avait décrypté cette pratique. La présente analyse est la seconde de la série. Elle étudie l'impact de l'actionnariat actif et plus particulièrement 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 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 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 dépendamment 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].

L'importance de l'actionnariat actif sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance est grandissante. En 2020, l'actionnariat actif représentait USD 10 504 milliards d'actifs sous gestion à l'échelle mondiale et était la deuxième stratégie d'investissement la plus utilisée au Japon, en Europe et au Canada derrière [intégration ESG](#) ou [l'exclusion](#) [5]. 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 [6].

Mais quel est le réel impact de l'actionnariat actif, pour l'investisseur et l'entreprise ciblée ? En désinvestissant d'entreprises à mauvaise performance, les investisseurs ont, jusqu'à ces deux dernières années, été récompensés grâce à un effet de momentum mais, par définition, celui-ci n'est pas voué à persister. Côté entreprise, les vagues de désinvestissement sur les marchés peuvent encourager à changer les pratiques mais de nombreuses conditions sont nécessaires pour que cela soit effectif [2]. Qu'en est-il de l'actionnariat actif, en particulier lorsqu'il se concentre sur les problématiques ESG ? Notre analyse discute des implications pour l'investisseur qui s'engage, à travers ses coûts et bénéfices financiers et non-financiers (Section 3), et son impact sur la performance de l'entreprise ciblée (Section 4)

3 ANALYSE COUT-BENEFICE POUR L'INVESTISSEUR

Outre l'impact positif que l'actionnariat actif ESG pourrait avoir sur les parties prenantes et la société au sens large, les investisseurs doivent mettre en balance les coûts et bénéfices que cela implique – ne serait-ce que pour mener à bien leur devoir fiduciaire ou leur mandat. S'engager et exercer son droit de vote entraînent des coûts administratifs et indirects ainsi que les bénéfices financiers et extra-financiers.

3.1 COUTS

L'actionnariat actif requiert des qualités d'écoute et de la persévérance ainsi que des ressources importantes pour évaluer rigoureusement l'entreprise et mettre en place des objectifs et leur suivi. Il est difficile de généraliser le coût supporté par l'investisseur lequel varie selon sa propre implication, les tendances économiques et sectorielles, et l'environnement opérationnel de l'entreprise. Les coûts occasionnés peuvent cependant être catégorisés en deux groupes : les coûts administratifs et de suivi ainsi que les coûts indirects.

3.1.1 Coûts administratifs et de suivi

Les coûts directs générés par l'actionnariat actif vont varier en fonction du type d'action menée. Le vote, par opposition à l'engagement, devrait vraisemblablement être moins coûteux, compte tenu de l'écart d'implication dans la stratégie de l'entreprise.

3.1.1.1 Vote

Tout comme pour l'engagement, les actionnaires ne reçoivent qu'une fraction du bénéfice de leur vote, généralement proportionnelle à leur participation au capital-actions, mais supportent le coût total des recherches liées aux votations qui leur ont été soumises. Face à cette situation, les investisseurs peuvent décider d'adopter un vote passif, un vote actif, ou un mixte des

deux. Chacun présente des modèles de coûts différents [7].

Le vote actif se base sur une évaluation indépendante des questions soumises au vote. Les coûts associés dépendent alors des connaissances préalables de l'investisseur sur l'entreprise et de sa capacité à recueillir et à analyser les informations pertinentes. Ils varient par conséquent d'un investisseur à l'autre. Les investisseurs détenant des participations élevées ou dans plusieurs fonds peuvent répartir les coûts sur une base d'actifs plus large, résultant en un coût unitaire plus faible [7]. Les grands gestionnaires d'actifs tels que BlackRock peuvent consacrer de telles ressources afin de construire des directives de vote et d'évaluer les sujets de votation en interne mais les fonds de petite et moyenne taille peuvent plus difficilement se le permettre.

Le vote passif se base sur les recommandations d'agences en conseil de vote et est une stratégie plus abordable permettant cependant de répondre aux exigences réglementaires i.e. du devoir fiduciaire. Il attire généralement des investisseurs présentant un bénéfice net négatif à voter : le coût unitaire de l'analyse en interne nécessaire pour déterminer le vote optimal est plus élevé que les bénéfices retirés [8].

En pratique, il semble que les gestionnaires et détenteurs d'actifs emploient un mixte des deux. Ils font appel aux services d'agences de conseil en vote et adaptent les recommandations notamment en fonction de leur historique d'engagement et de l'opinion de leurs clients. C'est notamment ce que fait la société de gestion de placement Federated Hermes à travers sa plateforme de services d'engagement EOS [9].

3.1.1.2 Engagement

Comparé au vote, l'engagement va une étape plus loin dans l'implication de l'investisseur et demande par conséquent des ressources plus importantes.

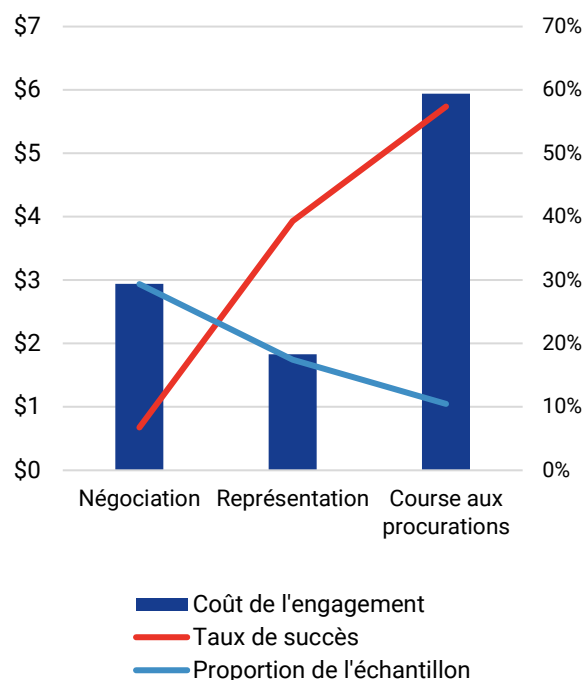
L'investisseur doit tout d'abord supporter les coûts de recherches, cela avant même d'initier une action. Il doit définir la problématique, développer des critères de performance, estimer la performance de l'entreprise, la comparer à ses pairs, et identifier des objectifs à atteindre. À noter que certains de ces coûts sont aussi partagés par les stratégies d'exclusion. Les investisseurs optant pour le désinvestissement doivent également continuer à supporter des coûts de suivi pour éventuellement réinvestir dans le cas où la cible aurait revu ses pratiques [10]. Ces coûts de suivi sont nécessaires pour inciter une entreprise à se réformer.

Les coûts directs engendrés par l'engagement vont dépendre du type d'action. Plus l'investisseur avance dans le processus d'escalade, plus les coûts s'accroissent. Gantchev (2013) estime qu'en moyenne les coûts de demandes de négociations s'élèvent à USD 2.94m, augmentent de USD 1.83m lorsque les négociations sont suivies de demandes de représentation au conseil d'administration et de USD 5.94m additionnels si la campagne se solde par le dépôt d'une résolution d'actionnaires et par une course aux procurations (Figure 1). Les coûts générés jouent donc un rôle important dans le processus de décision et les coûts générés représenteraient en moyenne deux tiers du rendement brut de l'activiste [11]. Une autre estimation évaluait les coûts de l'activisme à 4.6% de la valeur de la participation de l'investisseur initiateur avant engagement [12]. En pratique, certains activistes avancent parfois des montants plus conséquents : le fonds spéculatif Engine No.1 avait entre décembre 2020 et mars 2021 déboursé près de USD 30m dans la course aux procurations l'opposant à ExxonMobil, soit environ

la moitié de la valeur de sa participation [13].

Bien que peu fréquent, le dépôt de résolution d'actionnaires est une action particulièrement coûteuse car lourde d'un point de vue administratif. L'actionnaire dépositaire doit prendre en charge les coûts de formulation et de soumission de la résolution à l'entreprise et assister à l'AG. Les coûts d'escalade doivent également être pris en compte. Si l'entreprise n'inclut pas la résolution dans le bulletin de vote, l'actionnaire devra supporter des frais de litige pour qu'elle y soit, et si la résolution obtient la majorité mais que rien n'est implémenté, l'actionnaire devra éventuellement intensifier l'engagement [10].

Figure 1 : Coût de différents types d'engagement en millions USD (à gauche) et taux de succès et fréquence de l'action (à droite)



Note : Le succès d'une action est atteint lorsque l'activiste parvient à ses objectifs ou à un accord avec l'entreprise ciblée. Ces données considèrent les engagements de fonds spéculatifs détenant plus de 5% des droits de vote de 2000 à 2007 aux États-Unis et qui traitent de la gouvernance de l'entreprise. Source : Gantchev (2013)[11]

L'engagement collaboratif est une réponse efficace aux coûts administratifs et de suivi élevés. Il permet en effet de réduire les coûts 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. En plus de cela, il apparaît comme plus efficace, améliorant davantage la valeur (Section 3.2.1.2) et la performance opérationnelle et financière de l'entreprise (Section 4.3.2). Il existe une variété de 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) [2].

3.1.2 Coûts indirects

En parallèle, l'investisseur engagé doit considérer des coûts indirects et parfois non-transactionnels. Parmi eux : les **coûts d'opportunité** notamment liés à la détérioration de la valeur de l'entreprise et le **problème du passager clandestin**.

3.1.2.1 Coût d'opportunité et détérioration de la valeur à court terme

Il existe un coût d'opportunité à s'engager. Être actionnaire d'une entreprise non-éthique comporte ex ante un risque de fluctuation dans la valeur de marché de l'investissement. Ces fluctuations tiennent au potentiel de litige, de réglementation renforcée ou encore au risque de réputation pouvant détériorer la valeur de l'entreprise. Être actionnaire d'une entreprise non-éthique et s'engager comporte donc, en plus des coûts administratifs, un coût additionnel :

en s'engageant avec une entreprise, l'investisseur perd la possibilité de vendre pendant la durée de la campagne. Ce coût d'opportunité est proportionnel à la participation de l'investisseur et s'accroît à mesure que la valeur de l'entreprise se détériore (Box 1) [10]. Des coûts de réforme importants et une résistance face aux demandes peuvent aussi contribuer à la détérioration de la valeur de l'entreprise et aux pertes sur investissements à court terme.

3.1.2.2 L'engagement et le problème du passager clandestin

Les coûts d'opportunité et les coûts directs de l'engagement créent un autre obstacle, le problème du passager clandestin. En effet, les investisseurs non-engagés récoltent eux aussi les fruits des actions menées avec succès par d'autres investisseurs sans en supporter les coûts. Passer par l'engagement privé ou collaboratif peut atténuer le problème du passager clandestin. Dans le premier cas, les activistes obtiennent des avantages qu'ils ne sont pas tenus de partager avec les autres actionnaires [14]. Dans le second, le coût d'engagement pour chaque investisseur est plus faible et l'efficacité de chaque unité monétaire dépensée en termes d'impact sur l'entreprise est plus élevée.

Box 1 : BP DEEPWATER HORIZON ET COÛT D'OPPORTUNITÉ DE L'ENGAGEMENT

La catastrophe de la plateforme pétrolière Deepwater Horizon de BP illustre très bien le risque de détérioration de la valeur d'entreprise pendant l'engagement. En avril 2010, un groupe d'actionnaires déposait une proposition demandant un rapport sur les risques financiers, sociaux et environnementaux associés à l'exploitation de sables bitumineux. Elle n'obtint que 15% de soutien à l'AG annuelle. Cinq jours après la votation, la plateforme pétrolière de BP située au large du golfe du Mexique explosa, créant un désastre écologique et humain sans précédent. Le cours de l'action chuta de USD 60.5 au 20 avril à USD 27 le 28 juin et n'est depuis jamais revenu aux niveaux antérieurs à l'explosion. Si les investisseurs dépositaires avaient immédiatement vendu après le rejet de la résolution, leurs pertes sur investissement - causées par le même comportement imprudent qu'ils dénonçaient - n'auraient pas été aussi importantes [10].

3.2 BÉNÉFICES

En dehors des améliorations sociétales, les investisseurs s'exposant aux coûts de l'actionnariat actif ESG peuvent espérer les justifier de deux manières : par une augmentation de la valeur de l'entreprise et une diminution des risques ex-post ainsi que par des avantages indirects (informationnels ou réputationnels) qui ne sont pas nécessairement partagés avec les autres actionnaires. Dans le premier cas, les investisseurs, et particulièrement les fonds spéculatifs, peuvent voir une opportunité à investir dans une entreprise non-responsable, à l'engager, et à la transformer en entreprise responsable. L'augmentation de la valeur de l'entreprise passerait par une amélioration des processus et une diminution des risques ESG que les investisseurs estiment sous-évalués par la direction et potentiellement par le marché [15].

3.2.1 Augmentation de la valeur de l'entreprise

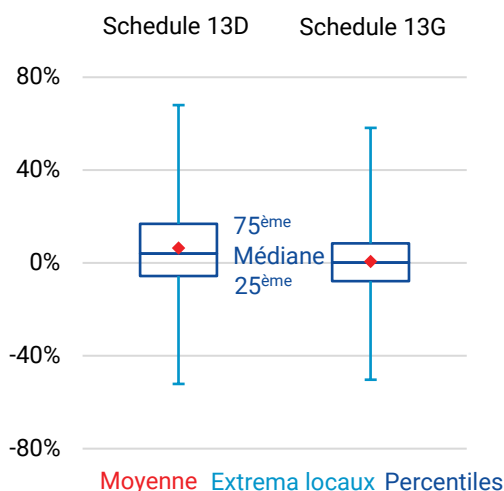
Les bénéfices financiers générés par l'engagement ESG vont dépendre de l'horizon de l'investisseur. En effet, la valeur de l'entreprise sera impactée à l'annonce de l'engagement mais aussi tout au long de celui-ci.¹

3.2.1.1 À l'annonce de l'engagement

De manière générale, le marché répond positivement aux annonces d'engagement, notamment celles de fonds spéculatifs. À leur annonce d'acquisition de participation au capital exigée par la SEC (Box 2), les fonds spéculatifs voient augmenter la valeur de l'entreprise dans laquelle ils ont investi (Figure 2) [12], [16]. Cette réaction positive du marché suggère que celui-ci considère les fonds spéculatifs plus à même d'identifier les entreprises sous-évaluées ou d'augmenter leur valeur en influençant leur gestion.

¹ Les rendements post-engagement discutés ci-dessous n'incluent pas les frais impliqués par l'initiative actionnariale. Une part importante des fonds spéculatifs activistes n'atteignent pas le seuil de rentabilité net de frais d'engagement. Seulement le quart supérieur d'entre eux présenteraient des rendements plus élevés sur leurs participations activistes que sur celles non-activistes [11].

Figure 2 : Rendements anormaux cumulés autour de la date de dépôt d'acquisition de participation



Note : La période d'observation commence deux jours avant et finit deux jours après l'annonce. La SEC requiert le dépôt public d'un formulaire lorsqu'un investisseur détient plus de 5% de participation d'une entreprise. Le formulaire Schedule 13D est requis si les investisseurs ont l'intention d'influencer la gestion de la société (investisseurs activistes). Sinon, ils peuvent déposer un Schedule 13G, moins contraignant et associé à un investissement plus passif. Source : Albuquerque et al. (2021)

Étonnamment, la majorité du gain de valeur observé se ferait ici avant l'annonce d'acquisition de participation et le volume de transactions du titre ne refléterait pas uniquement les achats de l'activiste mais aussi les transactions d'autres investisseurs. Cela suggère deux choses : soit le fonds spéculatif initiateur partage préalablement cette information avec des investisseurs aux vues similaires afin d'augmenter le pouvoir de vote, soit les courtiers exécutant la transaction pour le compte du fonds spéculatif initiateur partagent le flux

d'ordres avec d'autres clients privilégiés avant l'annonce² [16].

3.2.1.2 Pendant la période d'engagement
Sur l'année qui suit un engagement ESG, les investisseurs observent une augmentation de la valeur de l'entreprise et des rendements positifs anormaux [17]–[19]. Les raisons derrière cette surperformance peuvent être diverses. D'une part, les changements de stratégie provoqués peuvent amener le marché à revoir la valeur fondamentale de l'entreprise à la hausse. Les changements observés seront développés dans le cadre de la Section 4.3. D'autre part, cette surperformance de moyen terme peut également être expliquée par certaines caractéristiques de l'engagement lui-même. Sa thématique, le profil de la cible, la structure d'engagements collaboratifs ou encore son résultat pourraient également expliquer les rendements supérieurs observés et leur magnitude.

Thématiques de l'engagement

Les engagements climatiques et de gouvernance seraient davantage récompensés. Les rendements anormaux cumulés seraient plus élevés lorsque l'engagement traite d'enjeux climatiques ou de gouvernance d'entreprise [17], [18]. L'étude de Barko et al. (2018) évalue des rendements anormaux cumulés supérieurs de 3% (sur une période de 6 mois après engagement) et de 14.1 % (sur un an) pour les entreprises ciblées pour des problématiques en matière d'environnement et de gouvernance, respectivement.

² Il semblerait que les clients du courtier exécutant l'ordre de l'investisseur initiateur soient plus susceptibles d'acheter les actions de l'entreprise ciblée. Cette deuxième explication est plus cohérente avec les incitations de l'investisseur initiateur qui voudrait potentiellement augmenter sa participation au-delà de la date de franchissement des 5% (Box 2) [16].

BOX 2 : PARTICIPATION ET ACTIVISME DE FONDS SPÉCULATIFS AUX ÉTATS-UNIS

Pour gagner en influence, les fonds spéculatifs activistes acquièrent généralement une participation notable au capital-actions de l'entreprise ciblée. Aux États-Unis, dès que des investisseurs deviennent propriétaires bénéficiaires d'au moins 5% du capital-actions d'une société cotée en bourse, ils sont tenus de déposer un formulaire Schedule 13D ou Schedule 13G à la SEC sous dix jours après acquisition. Le formulaire Schedule 13D est requis si les investisseurs ont l'intention d'influencer la gestion de la société, autrement dit de devenir investisseurs activistes. Sinon, l'investisseur peut déposer un Schedule 13G, moins contraignant et associé à un investissement plus passif. Le dépôt d'un Schedule 13D révèle publiquement la volonté d'engagement du fonds spéculatif activiste [12]. La SEC considère d'ailleurs une restriction de ce délai d'annonce d'acquisition. D'après les gestionnaires de fonds spéculatifs, le délai actuel de dix jours serait déjà trop court. Si ces considérations devaient se concrétiser, ils auraient plus de mal à réaliser des bénéfices à travers leurs stratégies [20].

La matérialité des demandes des investisseurs vis-à-vis des opérations de l'entreprise doit être soulignée. Bien qu'importantes, toutes les questions de durabilité ne sont pas prioritaires aux opérations et à la continuité d'exploitation de l'entreprise. Une partie importante des propositions d'actionnaires seraient en réalité liées à des thématiques non-matérielles telles que décrites par la carte de matérialité du [Sustainability Accounting Standards Board \(SASB\)](#)(Box 3) [21]. Les entreprises engagées sur des thématiques qui sont matérielles à leurs activités verraient une augmentation de leur valeur. Au contraire, l'engagement sur des thématiques non-matérielles semble avoir un effet négatif sur la valeur de l'entreprise.

Profil de l'entreprise

Les entreprises à faible score ESG bénéficieraient davantage de l'engagement sur ces questions. Elles surperformeraient leurs pairs avec un rendement cumulé supérieur de +7.5% sur une période d'un an après le début d'un engagement ESG. La valeur des entreprises ciblées à haut score ESG ne semblent au contraire pas significativement impactées par les nouvelles demandes d'investisseurs responsables [17].

Engagements collaboratifs

Les marchés réagiraient d'autant plus positivement à la présence d'un investisseur coordinateur principal dans les engagements collaboratifs. Une structure de responsabilité à plusieurs niveaux peut être considérée comme plus efficace dans les processus de monitoring et plus susceptible d'atteindre les améliorations demandées par le groupe d'actionnaires. Dimson et al. (2021) observent une augmentation des rendements anormaux d'entreprises engagées sous une telle structure au cours des trois premières années après l'engagement mais aucun changement en l'absence d'investisseur coordinateur principal (Figure 4).

Engagements réussis

Les marchés distingueraient également les engagements réussis, démontrant la volonté de l'entreprise à améliorer ses pratiques. Les entreprises se conformant aux demandes ESG semblent présenter des rendements anormaux cumulés positifs plus élevés sur la période d'engagement que celles n'y répondant pas. D'après Dimson et al. (2015), les rendements anormaux cumulés s'élèveraient à +7.1% pour les engagements réussis, contre près de +1.0% pour les engagements infructueux de

l'échantillon (Figure 3). La tendance serait similaire pour les engagements collaboratifs. L'étude de Dimson et al. (2021) montre une augmentation des rendements anormaux cumulés annuels de +3.2% au cours des deux premières années suivant le début d'un engagement (Figure 4)³.

L'impact positif sur la valeur de marché de l'entreprise est particulièrement observable à l'annonce d'un accord entre la cible et l'investisseur engagé. Il y aurait un rendement anormal ajusté à l'index de référence de 1.16% sur une fenêtre de deux jours autour de l'annonce. Cette tendance serait d'autant plus marquée pour les accords à

haut impact tels que le remplacement de plusieurs membres du conseil d'administration, d'une transaction stratégique, ou du départ de PDG [22].

3.2.1.3 Risques ESG et rendements à l'état stationnaire

Les entreprises acquérant de meilleures pratiques ESG notamment environnementales devraient présenter un coût du capital et donc un rendement plus faibles à l'état stationnaire. L'engagement ESG conduirait en effet à une réduction du risque de pertes et de la volatilité de l'action ; et d'autant plus lorsqu'il est réussi ou traite de risques environnementaux [19], [23].

BOX 3: MATÉRIALITÉ ET ENGAGEMENT

La Materiality Map du SASB, mise à jour annuellement, donne un aperçu des priorités spécifiques à un secteur d'activité. Plus précisément, elle classe les enjeux de durabilité par secteur en se basant sur deux types de critères : l'intérêt des investisseurs pour cet enjeu et le potentiel d'impact de l'enjeu sur les entreprises du secteur [24].

Coca-Cola et le recyclage : engagement matériel dans l'industrie de la boisson

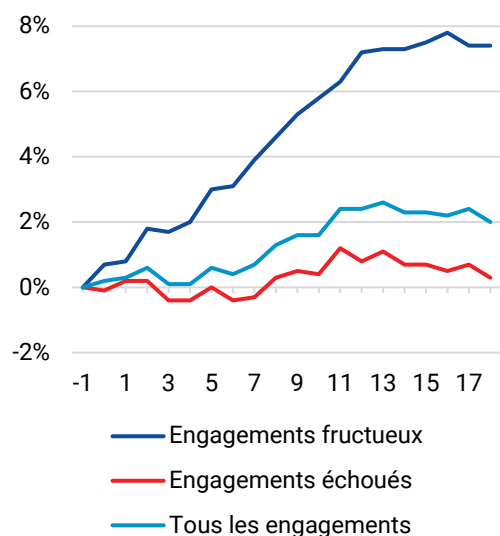
En 2002, un groupe d'actionnaires de Coca-Cola avait déposé une résolution visant la recyclabilité des contenants du géant américain, souvent critiqué pour être l'un des plus grands producteurs de déchets plastiques. Elle requérait d'atteindre 25% de plastique recyclé dans les bouteilles en plastique et un taux de recyclage de 80% pour les bouteilles en verre et canettes d'ici 2005 en Amérique du Nord [25]. La Materiality Map classifie clairement la question de la gestion des déchets comme matérielle au secteur de l'alimentaire et de la boisson. Vingt ans plus tard, le taux de recyclage sur l'ensemble des emballages grand public s'élève à 60% et près de 30 marchés proposent des bouteilles en PET 100% recyclé [26].

Oracle et les droits du travail : engagement immatériel dans le secteur du logiciel

De 2002 à 2004, l'entreprise Oracle - fournisseur de systèmes de gestion de bases de données - a été engagée par le spécialiste [ISR](#) Harrington Investments sur son bilan en matière des droits de l'Homme et du travail en Chine. L'activiste avait pour objectif de pousser l'entreprise à se plier au code de conduite pour les entreprises opérant en Chine comme défini par l'Organisation Internationale du Travail [27]. Les résolutions soumises avaient alors été rejetées par les actionnaires lors des AG annuelles [28]. Bien que ses enjeux soient considérés immatériels pour le secteur du logiciel d'après la SASB, Oracle s'est fait interpeller à plusieurs reprises sur ces thématiques depuis [29].

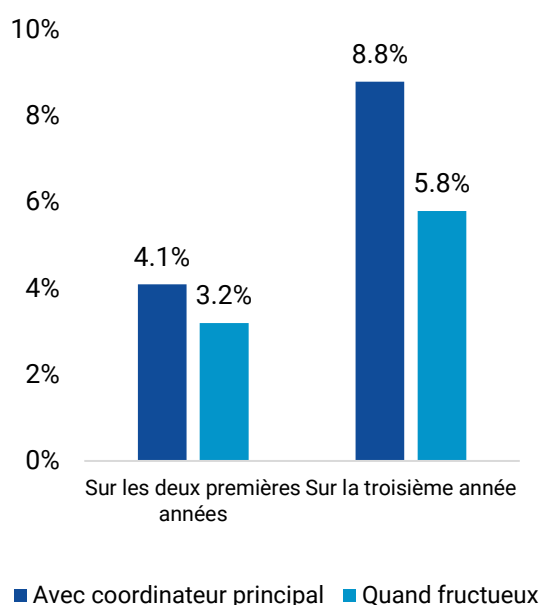
³ La direction de l'entreprise pourrait donc engager des frais dans des initiatives non-matérielles qui in-fine ont un impact négligeable sur la société et qui n'augmentent pas la valeur de l'entreprise. Grewal et al. (2016) expliquent cela par la présence de problèmes d'agence, un manque de connaissance sur la matérialité des demandes, une sous-performance sur les questions de durabilité matérielles ou encore une tentative de greenwashing.

Figure 3 : Rendements anormaux cumulés mensuels observés les mois suivants un engagement ESG



Note : Les rendements anormaux cumulés s’aplanissent progressivement plus ou moins après un an - c'est-à-dire lorsque l’objectif est généralement atteint. Source : Dimson et al. (2015)

Figure 4 : Variation des rendements anormaux cumulés annuels pour les engagements collaboratifs ESG



Note : Ces valeurs sont significativement différentes de zéro. Source : Dimson et al. (2021)

Les risques environnementaux se sont montrés très coûteux lorsqu'ils se matérialisent (Box 1) et, pour cette raison, les investisseurs demandent une compensation pour les risques associés aux mauvaises pratiques, en particulier environnementales. Les entreprises à fortes émissions de CO2 présenteraient par exemple un premium carbone et des rendements plus élevés même en contrôlant pour des déterminants du rendement tels que la taille ou le ratio cours/valeur comptable [30]. Les investisseurs devraient donc s’attendre à ce que les “bons élèves”, peut-être nouveaux grâce à l’actionnariat actif, tendent à présenter des rendements moins importants que leurs équivalents “mauvais élèves” [2].

3.2.2 Avantages non-financiers de l’engagement

L’engagement ESG peut créer de la valeur pour les investisseurs au-delà de l’impact sur les rendements. En s’engageant avec l’entreprise, ils peuvent renforcer leur identité d’activiste et leur réputation en faveur de la durabilité, avoir un impact positif sur la société au sens large, ou encore influencer la mise en place de régulations visant à faciliter le monitoring par les actionnaires. Ces raisons pourraient expliquer pourquoi certains investisseurs soutiennent des causes ayant peu de chance d’obtenir le soutien d’autres investisseurs ou de la direction de l’entreprise [14]. Après son engagement réussi avec ExxonMobil en 2021, tout juste un an après sa création, le fonds spéculatif Engine No 1 a gagné en notoriété dans le monde de l’actionnariat actif et a depuis lancé plusieurs [exchange-traded funds](#) (ETF), dont un investissant dans 500 grandes entreprises américaines. L’ETF a déjà reçu USD 100m d’engagements et a comme objectif d’améliorer le profil des entreprises sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance [31], [32].

Fructueux ou non, l'engagement peut également créer des effets de spillover. Autrement dit, les entreprises sont susceptibles de réagir à l'actionnariat actif de leurs concurrents alors qu'elles ne sont pas directement visées. Dans le cas d'activisme de fonds spéculatifs, il semble que les entreprises non-ciblées mais ayant une perception de menace d'engagement plus élevé

aient tendance à changer leurs politiques, plus particulièrement en augmentant leur effet de levier et en diminuant leurs dépenses en capital⁴. Elles présentent également une amélioration de leur ROA et leur rotation des actifs, des changements en accord avec les ceux observés chez les cibles [33].

4 REPONSES ET IMPACT SUR LA CIBLE

L'actionnariat actif est généralement déclenché par une détérioration de la performance financière ou ESG de l'entreprise. Face à l'intervention d'actionnaires activistes, celle-ci pourra répondre de différentes manières. Sa réponse impactera sa performance ESG, opérationnelle et financière ainsi que ses relations avec les parties prenantes.

4.1 MOTIFS DE L'ENGAGEMENT

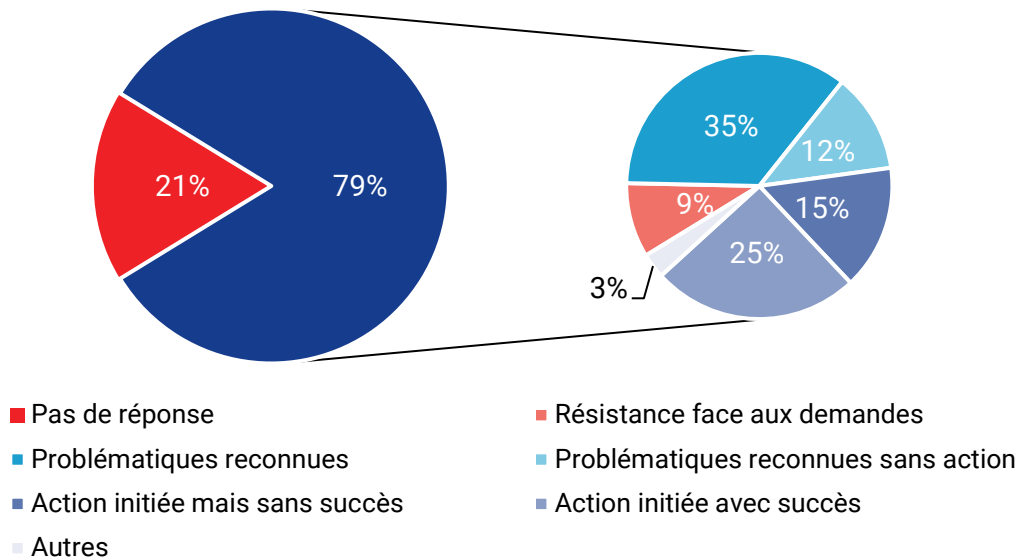
Les motifs d'engagement ESG sont divers. Les investisseurs s'engagent sur ces thématiques généralement dans le but de mitiger leurs expositions aux risques ESG, d'augmenter la valeur de l'entreprise exposé, de bénéficier d'avantages réputationnels ou encore d'avoir un impact positif sur la société. Pour ce faire, ils peuvent demander plus de transparence ou créer une réorientation dans la stratégie et la gouvernance de l'entreprise. Dans le premier cas, ils revendiqueront davantage d'informations financières et extra-financières ou la publication de plans d'amélioration e.g. pour diminuer les émissions de carbone directes, désinvestir des énergies fossiles, ou encore s'assurer du respect des droits de l'Homme sur la chaîne d'approvisionnement. Dans le second, il s'agira par exemple

de nommer de nouveaux membres au conseil d'administration ou de créer meilleures incitations managériales.

Les entreprises matures sous contraintes financières sont souvent ciblées, qu'elles aient des pratiques ESG mitigées ou de l'expertise dans ce domaine [34]. Cibler de grandes entreprises aurait plusieurs avantages tels qu'un potentiel d'impact plus grand et la visibilité accrue que cela procurerait à l'investisseur engagé. Aussi, une entreprise sous pression financière et sous-performant ses pairs aurait une plus grande volonté à 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. Cela suggère que les investisseurs activistes se basent sur la situation financière de la cible dans leur décision d'engagement ESG, estimant qu'une amélioration de ces pratiques sera favorable à la performance financière de l'entreprise.

⁴ Selon Gantchev et al. (2019), la perception de menace d'une entreprise non-ciblée est définie comme le nombre de connexions avec une entreprise ciblée, calculé en moyenne sur l'ensemble des dirigeants de l'entreprise non-ciblée ; une connexion étant lorsque les dirigeants de l'entreprise ciblée et de l'entreprise non-ciblée ont fait leurs études dans le même établissement scolaire. La direction d'une entreprise peut en effet se sentir plus personnellement concernée par un engagement s'ils ont des liens avec une entreprise ciblée [33].

Figure 5 : Réponses des entreprises ciblées face à un engagement climatique



Note : n=373. Source : Krueger et al. (2019)

4.2 REACTIONS DE L'ENTREPRISE

« La réputation et la légitimité sont des actifs incorporels que les entreprises utilisent pour acquérir des ressources et créer de la valeur pour les actionnaires » [35]. Et toutes deux peuvent être impactées par l'attitude d'une entreprise face aux revendications de parties prenantes.

Les réactions des entreprises face à l'engagement ESG sont variées. Certaines directions sont indifférentes et ignorent les requêtes d'investisseurs activistes hormis lorsqu'elles y sont contraintes. D'autres préfèrent courtiser de nouveaux actionnaires plus en ligne avec leurs stratégies au lieu de répondre aux demandes de leurs actionnaires actuels. D'autres encore décident de réagir seulement après avoir été attaquées sans relâche. L'idéal reste tout de même qu'elles adoptent un comportement plus proactif, anticipant même parfois les demandes potentielles d'actionnaires.

Krueger et al. (2019) donnent une indication des réactions de cibles face un engagement environnemental d'investisseurs institutionnels. 28% des entreprises engagées se sont montrées inactives ou résistantes alors que 37% d'entre elles ont reconnu une problématique. 20% seulement ont entrepris des changements avec succès (Figure 5). La réponse choisie va dépendre de nombreux facteurs [34] et va impacter la performance ESG, opérationnelle et financière, et les relations avec les parties prenantes de différentes manières.

4.3 CHANGEMENTS OBSERVES ET IMPACT DE L'ENGAGEMENT

L'impact de l'engagement sur l'entreprise ciblée va de toute évidence dépendre des demandes des actionnaires, qui, comme mentionné plus haut, peuvent aller de la publication volontaire d'informations non-financières à l'établissement d'objectifs climatiques ou à une restructuration plus importante. La performance ESG devrait être

la première impactée. Une amélioration de la performance opérationnelle et financière est également observée. Finalement, les parties prenantes peuvent réagir différemment suite à l'engagement ESG et leurs réactions peuvent à leur tour affecter la performance opérationnelle et financière de la cible.

4.3.1 Performance ESG

Les entreprises les moins avancées sur les questions ESG semblent particulièrement bénéficier d'une amélioration de leur performance sur ces questions, en particulier en cas d'engagement fructueux. Leur score ESG profiterait d'une augmentation moyenne de 10.6% [17]. Au contraire, les entreprises déjà expérimentées dans ces domaines semblent être parfois sanctionnées par les agences de notation ESG et voir leur score diminuer par rapport à leurs pairs suite à l'engagement. Les agences de notation peuvent en effet être influencées par les controverses dévoilées et ajuster les scores en se basant sur les nouvelles informations mises à disposition par l'activiste [17]. L'agence de notation ESG MSCI avait, par exemple, abaissé 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 [36]. Ajoutons que cette amélioration de la performance ESG est observée tant pour des engagements matériels qu'immatériels (Box 3) [21].

4.3.2 Performance financière et opérationnelle de l'entreprise

L'actionnariat actif est généralement récompensé par le marché, en particulier lorsqu'il est fructueux (Section 3.2.1.2). Cette surperformance observée pourrait découler du signal que l'engagement envoie aux acteurs de l'écosystème mais aussi de l'amélioration de la performance opérationnelle induite par les meilleures pratiques ESG mises en place. Une croissance et une productivité renforcées sont

observées suite à l'engagement ESG, mais celui-ci peut aussi impliquer des coûts non-négligeables.

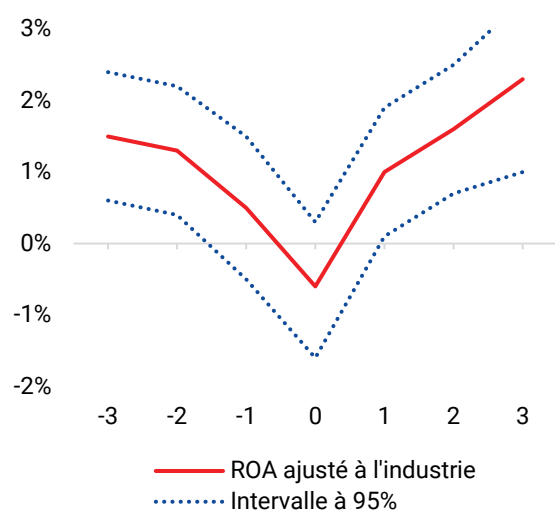
4.3.2.1 Croissance

Les perspectives de croissance induites par l'engagement se traduisent par une augmentation des ventes. L'ouverture des entreprises aux améliorations environnementales et sociales peut attirer des consommateurs plus concernés par ces enjeux. La croissance des ventes est particulièrement présente pour les initiatives collaboratives avec un investisseur coordinateur principal et pour les engagements environnementaux et sociaux [18], [19]. Elle serait également plus importante pour les entreprises avec un score ESG faible ex ante [17].

4.3.2.2 Productivité

L'engagement ESG semble également générer une augmentation de la productivité. Cette tendance est traditionnellement observée dans les engagements de fonds spéculatifs classiques. Les entreprises ciblées par ces engagements voient majoritairement leur productivité se détériorer ex ante. Cette détérioration déclenche l'intervention du fonds activiste mais s'inverse dans les deux à trois ans suivants l'engagement (Figure 6) [37]. Les entreprises engagées sur les thématiques ESG constatent également une augmentation de leur ROA. Dimson et al. (2015), étudiant les engagements environnementaux et sociaux d'entreprises américaines, évaluent cette augmentation à 1.4% un an après le début d'engagements fructueux. Dimson et al. (2021), se concentrant sur les engagements collaboratifs, l'estiment à 3.2% trois ans après le début de l'engagement.

Figure 6 : Évolution du ROA d'entreprises engagées au fil des ans



Note : La variable concerne des engagements menés par des fonds spéculatifs aux États-Unis sur la période 1994 à 2007. Le ROA se détériore les trois années précédant l'engagement et s'inverse les trois années suivantes. Source : Brav et al. (2015)[37]

4.3.2.3 Profitabilité et coûts induits par l'engagement

Mettre en place les réformes demandées par les actionnaires peut être coûteux mais aussi profitable pour l'entreprise. La réduction d'installation polluantes peut par exemple imposer des coûts aux entreprises qui les détiennent et augmenter les coûts de production [38]. Néanmoins, la majorité des entreprises serait aussi en mesure de réduire leur impact environnemental à faible coût tout en obtenant des résultats significatifs. D'après Carbon Trust, une organisation aidant les entreprises à diminuer leur empreinte environnementale, il serait possible de réduire les coûts énergétiques d'au moins 10% en

moyenne, en adoptant des mesures sans frais⁵ [39].

L'entreprise engagée doit également faire face à des coûts administratifs directs.

Tout comme pour l'investisseur, ces coûts augmentent avec la résistance de l'entreprise et à mesure que le processus d'escalade avance. Jusqu'au dépôt de résolution et dans le cas où l'entreprise ne réagit pas, les coûts administratifs directs sont généralement négligeables. Les coûts d'un dépôt de résolution coûteraient environ USD 46 000, incluant les coûts de demandes d'omission de la résolution à la SEC – qui pourraient donc être évités si la direction n'était pas réticente⁶. L'addition commence à être salée lorsque l'entreprise ne reçoit pas l'autorisation d'omettre la résolution à laquelle elle s'oppose et doit mener sa propre contre-campagne pour dissuader les investisseurs neutres à la soutenir [10]. Dans le cadre de la campagne de Engine No. 1, ExxonMobil avait alloué un budget de près de USD 35m pour la course aux procurations, alors que l'entreprise affichait un revenu net négatif l'année précédente [40], [41].

4.3.3 Relations avec les parties prenantes

4.3.3.1 Actionnaires

Les investisseurs responsables resteraient investis dans leurs cibles et seraient attirés par d'autres entreprises engagées pour les mêmes raisons. De par leur modèle d'affaire traditionnel, les fonds spéculatifs spécialisés dans l'engagement actionnarial ont tendance à investir dans l'entreprise ciblée, changer ses pratiques et revendre leur participation à un premium sur

⁵ Aussi, une réduction de 20% des coûts énergétiques serait équivalent à une augmentation de 5% des ventes pour la plupart des entreprises étudiées [39]

⁶ Aux États-Unis, 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 [4].

un horizon de court terme. Mais contrairement à ce type d'activisme, les actionnaires engagés dans des initiatives collaboratives ESG, notamment dans le cadre de l'[UN PRI](#), semblent déterminés à conserver leur participation sur le long terme même dans le cas d'engagements fructueux [19]. Ils investissent parfois même davantage dans l'entreprise initialement ciblée et sont rejoints par les fonds de pension et les fonds ISR [18]. Ces investisseurs institutionnels peuvent être attirés par les perspectives d'amélioration du profil et donc la diminution des risques ESG de l'entreprise dans laquelle les actionnaires initiateurs ont investi à leur place.

4.3.3.2 Employés

Les employés semblent augmenter leur productivité suite à une initiative actionnariale. Dans l'engagement de fonds spéculatifs traditionnel, les employés des entreprises cibles seraient plus productifs au travail malgré une stagnation des heures de travail et des salaires [37]. La tendance est similaire pour les entreprises engagées sur les thématiques environnementales et sociales, avec une augmentation des ventes par employé dans l'année suivant l'intervention actionnariale [18].

L'amélioration de la performance ESG pourrait en être la cause. Elle semble augmenter la loyauté de manière générale : les entreprises avec des pratiques plus durables sont caractérisées par une diminution de la rotation des employés [42]. Cet environnement améliorerait in fine la performance financière de l'entreprise. Les employés semblent même être prêts à accepter des salaires plus faibles lorsque leur

employeur déploie des pratiques durables [43].

4.3.3.3 Auditeurs

L'engagement actionnarial accentuerait la surveillance des auditeurs. L'engagement peut dévoiler des failles dans les pratiques d'une entreprise et éveiller la diligence des auditeurs. Les entreprises ciblées présenteraient des honoraires d'audit plus élevés et une plus grande probabilité de recevoir une opinion contradictoire sur le contrôle interne ou une opinion sur la continuité de l'exploitation [44].⁷

⁷ L'étude de Guo et al. (2021) n'étudie cependant pas comment les demandes spécifiques des actionnaires peuvent influencer le comportement des auditeurs. Elle définit des catégories d'engagements incluant les demandes d'informations, les nominations au conseil d'administration, les discussions avec la direction ou encore les litiges, mais n'indique pas la thématique e.g. environnementale, sociale ou de gouvernance [44].

5 GLOSSAIRE

Agences en conseil de vote – *Proxy voting advisors*, en anglais. Les agences en conseil de vote sont des agences qui se chargent d'offrir des recommandations de vote principalement aux investisseurs institutionnels.

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.

Coût d'opportunité – Aussi appelé coût de renoncement. Coût mesurant les bénéfices et désavantages de la décision de renoncer à un investissement en faveur d'un autre.

Coût du capital – Du point de vue d'un investisseur, rendement attendu par celui qui fournit le capital à une entreprise. Il est calculé comme la moyenne pondérée du coût de la dette et du coût des capitaux propres d'une entreprise.

Exchange-traded funds ou ETF – Fonds indicel 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.

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.

Matérialité – Pertinence d'un facteur de durabilité pour la performance financière d'une entreprise. Les facteurs ESG financièrement significatifs sont des facteurs qui pourraient

avoir un impact important - tant positif que négatif - sur le modèle économique et les facteurs de valeur d'une entreprise.

Problème du passager clandestin – Type de défaillance du marché dans lequel des acteurs cherchent à tirer profit d'un service en le faisant payer par les autres.

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

SASB – *Sustainability Accounting Standards Board*. Organisation à but non-lucratif actif dans l'établissement de normes comptables de durabilité

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

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.

6 REFERENCES

- [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] Global Sustainable Investment Alliance, "Global Sustainable Investment Review 2020," Global Sustainable Investment Alliance, 2021.
- [6] J. Morgenthaler, K. Hess, A. Bodenmann, T. Busch, S. Döbeli, and J. Laville, "Swiss Sustainable Investment Market Study 2021," *Swiss Sustainable Finance*, 2021.
- [7] P. Iliev and M. Lowry, "Are Mutual Funds Active Voters?," *Rev. Financ. Stud.*, vol. 28, no. 2, pp. 446–485, Feb. 2015, doi: 10.1093/rfs/hhu062.
- [8] D. F. Larcker, A. L. McCall, and G. Ormazabal, "Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms," *J. Law Econ.*, vol. 58, no. 1, pp. 173–204, février 2015, doi: 10.1086/682910.
- [9] Federated Hermes, "Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis," Dec. 2020.
- [10] A. Gorman, "Exit vs. Voice: A Comparison of Divestment and Shareholder Engagement," vol. 72, p. 75, 2017.
- [11] 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.
- [12] 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.
- [13] S. Deveau, "Exxon Activist Reveals High \$30 Million Cost of Boardroom Battle," *Bloomberg*, p. 1, 2021.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] 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
- [17] T. Barko, M. Cremers, and L. Renneboog, "Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance," p. 63, 2018.
- [18] E. Dimson, O. Karakaş, and X. Li, "Active Ownership," p. 55, 2015.
- [19] E. Dimson, O. Karakaş, and X. Li, "Coordinated Engagements," *SSRN Electron. J.*, 2021, doi: 10.2139/ssrn.3209072.
- [20] 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).
- [21] J. Grewal, G. Serafeim, and A. S. Yoon, "Shareholder Activism on Sustainability Issues," *SSRN Electron. J.*, 2016, doi: 10.2139/ssrn.2805512.
- [22] 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.
- [23] A. G. F. Hoepner, I. Oikonomou, Z. Sautner, L. T. Starks, and X. Zhou, "ESG Shareholder Engagement and Downside Risk," *SSRN Electron. J.*, Jan. 2022, doi: 10.2139/ssrn.2874252.
- [24] "Exploring Materiality," SASB. <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/> (accessed Apr. 15, 2022).
- [25] SEC, "Definitive Proxy Statement The Coca Cola Company," Apr. 2002. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000021344/000095014402001998/g74097def14a.txt> (accessed Apr. 15, 2022).
- [26] "Sustainable Packaging," The Coca-Cola Company. <https://www.coca-colacompany.com/sustainable-business/packaging-sustainability> (accessed Apr. 15, 2022).
- [27] J. C. Harrington, B. K. Dallas, and M. P. Dunn, "Security Exchange Act of 1934, Rule 14a-8: Stockholder Proposal of John C. Harrington," Jun. 2002. [Online]. Available: <https://d1lge852tjjqow.cloudfront.net/CIK-0001341439/00007b49-2d6c-4b9e-80bb-9c596a939c9c.pdf>
- [28] SEC, "Definitive proxy statement Oracle Systems," Oct. 2004. [Online]. Available: <https://d1lge852tjjqow.cloudfront.net/CIK->

0001341439/ea07b49-2d6c-4b9e-80bb-9c596a939c9c.pdf

[29]M. H. April 22 2021 and 9:00 A.m, "How a Chinese Surveillance Broker Became Oracle's 'Partner of the Year,'" *The Intercept*. <https://theintercept.com/2021/04/22/oracle-digital-china-resellers-brokers-surveillance/> (accessed Apr. 15, 2022).

[30]P. Bolton and M. Kacperczyk, "Global Pricing of Carbon-Transition Risk," p. 52, 2021.

[31]P. Stevens, "Underdog activist Engine No. 1 is launching an ETF after big Exxon win," *CNBC*, Jun. 22, 2021. <https://www.cnbc.com/2021/06/22/underdog-activist-engine-no-1-is-launching-an-etf-after-big-exxon-win.html> (accessed Apr. 17, 2022).

[32]"Purpose-Built for Performance," *Engine No. 1*. <https://etf.engine1.com/> (accessed Apr. 17, 2022).

[33]N. Gantchev, O. R. Gredil, and C. Jotikasthira, "Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism," *Rev. Finance*, vol. 23, no. 6, pp. 1031–1068, Oct. 2019, doi: 10.1093/rof/rfy035.

[34]J.-P. Danthine and F. Hugard, "Active ownership: the keys to success," *Enterprise for Society (E4S) Center*, Apr. 2022.

[35]B. G. King and S. A. Soule, "Social Movements as Extra-Institutional Entrepreneurs: The Effect of Protests on Stock Price Returns," *Adm. Sci. Q.*, vol. 52, no. 3, pp. 413–442, Sep. 2007, doi: 10.2189/asqu.52.3.413.

[36]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.globenewswire.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).

[37]A. Brav, W. Jiang, and H. Kim, "The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes," *Rev. Financ. Stud.*, vol. 28, no. 10, pp. 2723–2769, Oct. 2015, doi: 10.1093/rfs/hhv037.

[38]A. Dechezleprêtre and M. Sato, "Green policies and firms' competitiveness," *OECD*, Nov. 2018.

[39]Carbon Trust, "Better business guide to energy saving," Sep. 2018. Accessed: Apr. 04, 2022. [Online]. Available: <https://prod-drupal-files.storage.googleapis.com/documents/resource/public/Better-Business-Guide.pdf>

[40] Exxon Mobil, "2020 Annual Report," 2020.

[41]Exxon Mobil, "Notice of 2021 Annual Meeting and Proxy Statement," Mar. 16, 2021. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/34088/000119312521082140/d94159ddefc14a.htm> (accessed Feb. 01, 2022).

[42]C.-H. Chang, H.-W. Lin, W.-H. Tsai, W.-L. Wang, and C.-T. Huang, "Employee Satisfaction, Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Sustainability*, vol. 13, no. 18, Art. no. 18, Jan. 2021, doi: 10.3390/su13189996.

[43]P. Krueger, D. Metzger, and J. Wu, "The Sustainability Wage Gap," *SSRN Electron. J.*, 2020, doi: 10.2139/ssrn.3672492.

[44]F. Guo, C. Lin, A. Masli, and M. S. Wilkins, "Auditor Responses to Shareholder Activism," *Contemp. Account. Res.*, vol. 38, no. 1, pp. 63–95, Mar. 2021, doi: 10.1111/1911-3846.12630.