

LES INVESTISSEURS FINANCIERS : DES ACTIVISTES EFFICACES FACE AUX RISQUES CLIMATIQUES ?

PATRICIA CHARLÉTY*

*« Tout gouvernement, entreprise ou actionnaire
doit faire face au changement climatique. »*

Dans l'exposé de sa vision du rôle d'investisseur au début de l'année 2020¹, Larry Fink, PDG de Blackrock, acteur majeur du marché de la gestion d'actifs, rappelle le rôle des gouvernements, auxquels il appartient de montrer la voie dans la transition écologique. Il souligne également le rôle important qu'ont à jouer les entreprises et les investisseurs.

139

Sur la base d'une littérature très récente, la majorité des contributions citées sont des publications ou des documents de recherche de 2019 et 2020, nous nous proposons d'apporter des éclairages aux questions suivantes : le risque que fait peser le changement climatique est-il intégré par les investisseurs ? quelle attitude adoptent ces derniers : simple analyse des risques ou activisme pour les modifier ? les actionnaires sont-ils prêts à abandonner de la rentabilité au bénéfice de la société ?

ACTIVISME ACTIONNARIAL FACE AUX RISQUES CLIMATIQUES ET CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEURS ET LES ENTREPRISES

Le risque financier lié aux événements extrêmes dus au réchauffement climatique est devenu un risque majeur pour les investisseurs. Certaines entreprises, comme les compagnies d'assurance, sont directement exposées à des pertes importantes causées par des tempêtes, des

* Professeur-chercheur, ESSEC Business School et Thema. Contact : charlety@essec.edu.

incendies et autres catastrophes naturelles liés au réchauffement climatique : « Un monde plus chaud de 4 degrés sera impossible à assurer. », estimait Henri de Castries, PDG d'Axa en 2015. Des événements comme le tsunami de 2011 en Thaïlande ont touché des entreprises mondiales comme Toyota, Ford, Lenovo, Apple. Pour d'autres secteurs d'activité, il s'agit d'abord d'un risque réglementaire. Les législations destinées à limiter les émissions de gaz à effet de serre incriminées dans les risques climatiques peuvent enlever toute valeur à certains actifs (*stranded assets*), comme ceux des sociétés dont l'activité dépend d'énergies fossiles (gaz, charbon, pétrole). La transition technologique inévitable entraîne des coûts supplémentaires pour de nombreuses industries (par exemple, le secteur automobile) et constitue un autre facteur de risque.

Les investisseurs peuvent adopter différentes attitudes face aux risques climatiques : ne rien faire, analyser les conséquences pour la valeur et la volatilité des portefeuilles, modifier la composition de leur portefeuille, agir afin d'avoir un impact sur la politique des entreprises. On va ainsi de l'absence de prise en considération des risques climatiques à un comportement passif, mais intégrant des caractéristiques nouvelles dans l'appréciation des risques/performances, jusqu'à un comportement actif, voire engagé.

140

D'après une enquête effectuée par Krueger *et al.* (2020) auprès de 439 investisseurs institutionnels en Amérique du Nord et en Europe, seuls 7 % des investisseurs institutionnels ne tiennent pas compte des risques climatiques. Une grande partie analyse l'empreinte carbone (38 %) et les risques liés aux actifs dévalorisés ou *stranded assets* (35 %). S'ils pensent que les valeurs boursières ne reflètent pas totalement les risques climatiques, le secteur pétrolier étant perçu comme le plus surévalué, la surévaluation est perçue comme très limitée. Bolton et Kacperczyk (2020) confirment que les cours boursiers reflètent les informations sur les risques climatiques : les rendements des actions des entreprises polluantes sont plus élevés, confirmant globalement l'existence d'une prime carbone. Les auteurs vont plus loin et analysent séparément les trois catégories d'émissions carbone : (1) les émissions directes (production de chauffage, production d'électricité, etc.), (2) les émissions indirectes (consommation de chauffage, d'électricité, etc.), (3) les autres émissions indirectes liées au traitement des déchets, à l'achat de matières premières, etc. Il s'avère que la prime carbone, présente pour les trois catégories (de 1,8 % à 4 %), augmente avec le niveau des émissions et avec leur taux de croissance. En parallèle, Bolton et Kacperczyk (2020) analysent la composition des portefeuilles de différents investisseurs institutionnels et vérifient que les titres correspondant aux émissions de catégorie 2 et 3 ne sont pas sous-représentés, contrai-

rement à ceux de la catégorie 1. La prime carbone constatée pour les catégories 2 et 3 rémunère donc le risque climatique, qu'il soit lié à l'évolution réglementaire sur les conditions de production et/ou à la demande des biens et son impact sur les prix futurs, désormais intégré par les investisseurs. La volatilité implicite dans les options traduit également la perception d'un risque accru (Krutli *et al.*, 2020, se fondent sur le cours des options sur titres impactés par les ouragans). Globalement, les risques climat semblent être bien intégrés dans les cours.

Plus d'un tiers des institutionnels de l'enquête de Krueger *et al.* (2020) vont au-delà de l'analyse des risques et adoptent un comportement actif.

Nous considérons que l'activisme regroupe toutes les stratégies susceptibles d'influencer les entreprises, ici dans le domaine des risques climatiques : désinvestissement/exclusion des entreprises polluantes ; actions ayant pour objectif d'infléchir le comportement des entreprises vers plus de responsabilité face aux enjeux climatiques, regroupées sous le terme d'engagement actionnarial. Les différentes stratégies utilisées ne sont pas exclusives. Il n'est pas rare qu'à la suite d'un engagement non suivi de résultats, un investisseur décide de vendre les actions détenues dans l'entreprise visée. Et un même investisseur peut avoir une attitude différente selon qu'il attend ou pas un changement, et selon le capital investi dans l'entreprise.

141

SÉLECTION DE TITRES ET EXCLUSION

Beaucoup d'investisseurs ajustent leur portefeuille de manière à réduire l'empreinte carbone et le risque d'actifs dévalorisés (29 % et 23 % des investisseurs respectivement d'après Krueger *et al.*, 2020). Certains excluent d'emblée des catégories de titres ou désinvestissent selon des critères précis. D'autres sur/sous-représentent certains titres en fonction de caractéristiques extra-financières. Ils se fondent souvent sur la notation d'agences spécialisées en critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance).

Les agences de notation ESG ont été créées à la suite du plan d'action pour le XXI^e siècle adopté par 182 chefs d'État lors du sommet de la Terre à Rio de Janeiro en juin 1992. Certaines agences se sont spécialisées sur les questions climatiques, notamment après la COP21 (Paris, 2015). Parmi les pionniers, CDP (*Carbone Disclosure Project*) fournit des données sur l'impact environnemental des plus grandes entreprises². D'autres acteurs, comme Novethic créée en 2001 au sein du Groupe Caisse des dépôts et consignations, ou Morningstar aux États-Unis depuis 2016, attribuent le label ISR aux fonds d'investissements. Le rôle des agences est essentiel. Chacune utilise une grille d'évaluation

qui lui est propre. Différents auteurs comme Gibson *et al.* (2019) ou encore LaBella *et al.* (2019) soulignent que la corrélation entre les indicateurs des différentes agences de notation est faible, s'agissant des critères ESG, ce qui pose question. La corrélation est toutefois plus élevée pour la partie environnement (E) prise séparément, même si elle rend compte de différents facteurs, et pas seulement de l'empreinte carbone qui fait l'objet d'une attention particulière.

Historiquement, l'exclusion a été le premier moyen utilisé par des catégories particulières d'actionnaires pour répondre à des normes éthiques. La pratique de l'exclusion de titres non éthiques ou *sin stocks* des portefeuilles n'est en effet pas un phénomène nouveau. Les groupes religieux, les universités et autres investisseurs éthiques (fonds de pension, etc.) excluent depuis longtemps les actions d'entreprises ayant des activités dans des pays pratiquant l'apartheid comme l'Afrique du Sud ou de secteurs comme l'armement, l'alcool, les jeux de hasard. Un article célèbre de Hong et Kacperczyk (2009) conclut que l'exclusion des actions de ces trois secteurs a comme conséquence une surperformance boursière de 2,5 %. Ce résultat s'explique par la segmentation des marchés financiers : si une partie des investisseurs exclut les *sin stocks*, toutes choses égales par ailleurs, leur rentabilité espérée doit augmenter de façon à résorber l'excès d'offre.

142

L'exclusion de titres dans le contexte des risques climatiques est plus récente, et les motivations ne sont pas purement éthiques.

Dans certains cas, la politique reflète effectivement les préférences des gestionnaires d'actifs ou de leurs mandants : fonds de pension, fonds de dotation des universités, etc. Par exemple, en 2019, l'équipe chargée des investissements pour le compte de l'université de Cambridge qui dispose du plus grand fonds de dotation au Royaume-Uni (\$4 208 460 000 pour le Cambridge University Endowment Fund en octobre 2020³, sans compter les actifs des différents collèges dont la valeur est du même ordre) a été complètement recomposée à la suite de désaccords sur la place des entreprises d'énergie fossile dans le portefeuille : étudiants, diplômés et professeurs prônant le désinvestissement en raison de la responsabilité des énergies fossiles dans le réchauffement climatique.

Pour d'autres investisseurs, c'est la crainte d'une baisse de la valeur du portefeuille avec le risque qui pèse sur les énergies fossiles (*stranded assets* ou réglementation plus sévère) qui conduit les gérants à désinvestir ou à exclure les titres ou encore, dans le cas de gestion déléguée, la crainte de conséquences négatives en termes de réputation pouvant entraîner une diminution des capitaux gérés et des profits. *A contrario*, l'exclusion est un moyen d'attirer les capitaux des investisseurs concernés par les questions climatiques : Hartzmark et Sussman (2019) ont

analysé le lien entre l'évolution du montant géré par des fonds de commun de placement aux États-Unis et leur notation ESG par Morningstar. Ils montrent que les fonds les moins bien notés enregistrent des sorties de plus de 12 Md\$, alors que les mieux notés enregistrent des entrées de plus de 24 Md\$. Comme les performances financières de ces fonds ne s'avèrent pas meilleures (voire moins bonnes), les auteurs concluent que certains investisseurs valorisent la durabilité sociale et environnementale *per se*. Ceccarelli *et al.* (2019) confirment que les souscriptions nettes augmentent avec la « durabilité » (notée par Morningstar) des fonds.

Atta-Darkua et Dimson (2020) ont réalisé une enquête auprès de professionnels de la gestion afin de hiérarchiser les motivations. En premier vient l'attractivité pour des investisseurs sensibilisés aux questions éthiques, en deuxième la conformité à leurs valeurs personnelles, en troisième la volonté de répondre aux problèmes liés au changement climatique, la question du risque du portefeuille vient en dernier.

L'analyse de Bolton et Kacperczyk (2020) confirme que les titres des entreprises polluantes de la catégorie 1, directement responsables de l'émission de CO₂ (production de chauffage, d'électricité, etc.) sont sous-représentés dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. De plus, la sous-représentation augmente avec l'intensité des émissions pour les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les fonds communs de placement (pas pour les banques ou les *hedge funds*). L'exclusion porte exclusivement sur la catégorie 1. Pour cette catégorie, la prime carbone s'explique donc par la combinaison de la prise en compte des risques climatiques constatée pour toutes les catégories et l'exclusion par certaines catégories d'investisseurs⁴.

Un exemple particulièrement marquant de désinvestissement dans les énergies fossiles est celui du fonds souverain norvégien. Historiquement, ce sont les profits tirés de l'exploitation de gaz et de pétrole qui ont alimenté ce fonds souverain, le plus important au monde. En juin 2019, le Parlement norvégien a imposé au fonds de sortir totalement du secteur des énergies fossiles pour prendre des participations dans des entreprises actives sur les marchés du solaire et de l'éolien⁵. Il s'agit du plus grand désinvestissement des énergies fossiles. En réalité, le processus a commencé bien avant 2019. Atta-Darkua (2020) a évalué la réaction boursière à la date de publication des recommandations d'exclusion par la Banque norvégienne d'investissement dans le secteur du charbon (soit 68 exclusions sur la période 2005-2017). L'auteure conclut à une baisse de 1,31 % sur deux jours (-2,58 % sur six jours) en moyenne pour les entreprises visées (la vente des titres intervient généralement avant l'annonce). De plus, les recommandations sont suivies par le désinvestissement d'autres acteurs comme des fonds de

pension et des fonds communs de placement « responsables ». Enfin, certaines entreprises visées semblent modifier leur comportement, leur score « changement climatique » s'améliore dans les deux ans qui suivent les annonces. Ces résultats sont conformes à l'analyse de Heinkel *et al.* (2001) qui implique une baisse du cours consécutive à l'exclusion (conséquence de la segmentation évoquée plus haut), mais également l'adoption de technologies plus vertes par une partie des entreprises pour qui les dépenses d'investissement sont plus que compensées par un coût du capital plus faible⁶.

ENGAGEMENT ACTIONNARIAL

Désinvestissement et exclusion ne sont pas les seuls moyens utilisés pour influencer les comportements des entreprises dans le domaine environnemental, et les émissions de carbone en particulier.

Activisme global

Des actionnaires globalement puissants mais très diversifiés (fonds de pension, fonds communs de placement) peuvent exercer une pression auprès des régulateurs et des entreprises. Dès 2009, le Ceres (Coalition for Environmentally Responsible Economies, ONG spécialisée dans le développement durable) et plusieurs investisseurs institutionnels importants envoyaient une pétition à l'autorité financière américaine, la Security Exchange Commission (SEC), afin qu'elle oblige les entreprises à fournir les informations pertinentes sur les conséquences des changements climatiques et l'empreinte carbone. Cette pétition a conduit à l'adoption de règles de transparence en 2009. Ce n'est pas un exemple isolé. Le 1^{er} octobre 2018, dans une lettre adressée à la SEC, des investisseurs représentant plus de 5 Md\$ (dont le fonds de pension CalPers), des associations et des professeurs de droit boursier demandaient la mise en place de normes de présentation des indicateurs ESG⁷. Ou encore, avec d'autres investisseurs institutionnels, CalPers a lancé en décembre 2017 *Action Climat 100+*, une initiative visant à garantir que les entreprises représentant les deux tiers des émissions industrielles mondiales de gaz à effet de serre prennent les mesures nécessaires pour lutter contre le changement climatique. Le fonds de pension a également modifié ses Principes de gouvernance pour recommander la présence d'un expert en gestion des risques climatiques au conseil d'administration.

Actions en justice

Dans des situations controversées, des actionnaires ou groupes d'actionnaires peuvent menacer de poursuites judiciaires, ou tenter un procès aux entreprises dont elles désapprouvent la politique. Dans

le cas des risques climatiques, les plaignants sont le plus souvent des ONG, des villes, victimes directes des conséquences du changement climatique, rarement des actionnaires. Toutefois, on peut citer quelques cas d'entreprises poursuivies par les investisseurs pour défaut de divulgation d'informations pertinentes relatives au risque climatique. Par exemple, en août 2017, des actionnaires ont entamé une procédure contre la Commonwealth Bank d'Australie au motif que le risque climatique lié au financement d'une mine de charbon dans le Queensland n'était pas mentionné dans le rapport annuel de 2016. La plainte a été abandonnée un mois plus tard, la Commonwealth Bank ayant reconnu que le changement climatique était source de risque opérationnel dans son rapport annuel de 2017. Pour Risley (2017), il est clair que de telles actions en justice, très coûteuses, sont inefficaces : « Pour les actionnaires concernés par le changement climatique, le choix entre la guerre et la paix pour provoquer une action des entreprises ne pourrait guère être plus clair. »

De fait, les investisseurs adoptent le plus souvent un comportement plus coopératif et engagent un dialogue avec les entreprises. Ils exigent, par exemple, plus de transparence sur leur impact carbone ou sur leur exposition aux risques climatiques. Parfois, ils suggèrent des évolutions technologiques ou de nouvelles orientations stratégiques afin de limiter les coûts et le risque liés aux changements climatiques, pour l'entreprise comme pour la société.

Aux États-Unis, en plus du dialogue, les investisseurs soumettent chaque année des projets de résolution climatiques aux assemblées générales. Ces dépôts de résolutions interviennent souvent à la suite d'un dialogue infructueux. Sans être le promoteur d'une résolution externe, l'engagement actionnarial se traduit également par un vote exprimé en faveur de ces résolutions (ou contre une résolution soumise par le conseil d'administration).

Le dialogue avec les entreprises et le dépôt de projets de résolution supposent la détention d'une part significative du capital afin de peser auprès des entreprises ou dans l'assemblée générale (en général, la réglementation fixe un seuil minimum d'actions pour proposer une résolution). L'engagement ciblé (plutôt que global comme décrit plus haut) est typiquement le mode d'action des fonds ESG (et également d'ONG et de regroupements d'investisseurs) qui ne sont pas soumis à des obligations de diversification comme les fonds de pension.

Dialogue avec les entreprises

Les investisseurs (institutionnels, associations d'actionnaires, etc.) ont toujours communiqué avec les entreprises dont ils détiennent des parts significatives, et inversement. Parmi les canaux traditionnelle-

ment utilisés, on peut citer les *roadshows* effectués à l'occasion d'opérations particulières, les présentations régulières des résultats aux analystes, etc. Ces rencontres formelles ont pour principal objectif de fournir régulièrement des informations à l'ensemble des actionnaires sur les indicateurs financiers et les perspectives.

À côté de ces rencontres régulières, le dialogue actionnarial s'est développé au cours des années 2000. Par dialogue actionnarial, on entend ici les discussions initiées par les actionnaires (en pratique souvent des actionnaires significatifs ou des groupes d'actionnaires) ou les entreprises (direction et conseil d'administration), afin d'évoquer des questions qui vont au-delà d'une présentation des résultats financiers. Ces questions touchent en grande partie la gouvernance (rémunérations, etc.), mais également la responsabilité sociale des entreprises. Elles peuvent concerner jusqu'à des éléments de stratégie (vente d'actifs, réorientation vers des énergies renouvelables, etc.). Ce mode d'engagement est le plus souvent privé (*behind the scenes*) et prend la forme d'échanges de courriers (lettres envoyées aux entreprises par un ou plusieurs actionnaires, emails), de rencontres en marge des *roadshows*, de réunions, etc. Il intervient tout au long de l'année, avec une période plus active avant les assemblées. Les points litigieux peuvent ainsi être abordés et éventuellement traités en amont.

146

Cette forme d'activisme a été particulièrement développée par les *hedge funds*. Leur stratégie consiste à repérer des entreprises sous-valorisées, y acquérir des participations significatives et exiger des modifications de façon à faire progresser les cours. Si les dépenses sont significatives, le gain attendu est proportionnel à la part détenue dans la société visée qui peut atteindre 20 %. L'efficacité de ces stratégies est confirmée par la littérature empirique (Bebchuk *et al.*, 2015 ; Becht *et al.*, 2017). La situation des *hedge funds* n'est pas transposable à celle des actionnaires entamant un dialogue sur les questions environnementales. En effet, l'objectif n'est pas, en tout cas pas seulement, de mieux valoriser leur participation. La création de valeur sociétale (objectif correspondant aux préférences de l'investisseur) peut au contraire s'accompagner d'une baisse de la valeur boursière. Il en résulte que (1) il n'est pas pertinent de valider l'efficacité en analysant les variations des cours boursiers (tout au moins peut-on vérifier si les intérêts patrimoniaux des actionnaires et sociétaux vont de pair), (2) l'activisme ne créant pas nécessairement de valeur actionnariale, le coût (moindre liquidité, moindre diversification) associé à une participation conséquente n'est pas compensé. En revanche, l'objectif sociétal étant partagé par plusieurs catégories d'actionnaires (institutionnels, ONG), la coopération entre eux est

naturellement plus appropriée que dans le cas d'un objectif de rentabilité. Finalement, le dialogue est par nature plus coopératif, s'agissant de questions sociales et environnementales (dans le cas des *hedge funds*, quand un accord n'est pas trouvé, le dialogue fait souvent place à la confrontation)⁸.

Une première étude (Dimson *et al.*, 2015) analyse les caractéristiques et les résultats des actions d'un investisseur institutionnel majeur et engagé sur les questions de responsabilité (l'engagement étant privé, les données sont anonymes). L'activisme porte sur des aspects environnementaux, mais également sociaux et de gouvernance sur la période 1999-2009 aux États-Unis. Sur 1 792 cas, 464 ont trait à l'environnement et 156 aux changements climatiques. Les cibles sont typiquement des entreprises moins bien notées sur les critères ESG. Les auteurs mettent en évidence des conséquences boursières positives, en particulier pour questions climatiques (+10,3 % sur l'année suivant l'engagement) quand un accord est trouvé avec l'entreprise, et pas de réaction en cas d'échec de la négociation. Ils montrent également que les chances de succès augmentent quand l'investisseur coopère avec d'autres acteurs (fonds socialement responsables pour plus de la moitié, suivis des fonds de pension, gérants d'actifs et fonds religieux) pour les actions dans les domaines social et environnemental. De plus, les performances (ROA, *return on assets*) des entreprises augmentent, et de nouveaux actionnaires (en particulier des fonds responsables) rejoignent l'entreprise à la suite d'engagements couronnés de succès dans les domaines sociaux et environnementaux. Finalement, le chiffre d'affaires augmente, ce qui peut s'expliquer par une différenciation sur le marché des biens et des services : les consommateurs sont prêts à payer plus cher les produits d'entreprises moins polluantes. Barko *et al.* (2019) trouvent également que le chiffre d'affaires croît à la suite d'engagements fructueux (847 engagements initiés par un gérant européen majeur dans le monde, 42,3 % sur des questions liées à l'environnement), mais ne relèvent pas d'amélioration des performances⁹. Grewal *et al.* (2016) constatent que les entreprises traitent le plus souvent le problème soulevé par les résolutions ES même quand elles ne sont pas adoptées.

Dimson *et al.* (2020) confirment leurs résultats avec une nouvelle recherche portant sur les engagements ES (excluant donc la gouvernance) coordonnés au sein des PRI (*Principles for Responsible Investments*), un réseau international d'investisseurs engagés, en grande partie européens, créé en 2006 sous l'égide des Nations unies. À travers la plateforme du PRI, différents groupes d'investisseurs se coordonnent pour entreprendre des projets d'actions visant simultanément plusieurs entreprises dans le monde (53 en moyenne par projet). En moyenne,

vingt-six organisations différentes coordonnent un projet, ce qui permet à la fois de mettre en commun ressources et expertise, et d'augmenter l'impact vis-à-vis des entreprises (Amundi fait partie des dix organisations les plus impliquées). Ces auteurs montrent que la présence d'un *lead investor*, localisé dans le pays de l'entreprise visée, important en termes d'actifs gérés globalement et avec une participation élevée dans la société, augmente les chances de réussite. De plus, non seulement les performances comptables (mesurées par le ROA) s'améliorent, mais aussi le risque (mesuré par la volatilité des rendements) diminue à la suite d'engagements fructueux. L'analyse de Hoepner *et al.* (2020) portant sur 1 712 engagements auprès de 573 entreprises dans le monde sur la période 2005-2018 aboutit à une conclusion similaire avec une diminution du risque de perte (mesuré par la VaR, *value at risk*). Parmi les actions dans le domaine environnemental (22 % du total), la majorité concerne les changements climatiques. Elles portent sur une meilleure qualité de l'information et sur la réduction des émissions de gaz à effet de serre.

En résumé, le dialogue portant sur les questions climatiques ne se fait pas au détriment de la valeur actionnariale, au contraire. Les engagements fructueux sont suivis d'une amélioration des performances opérationnelles, d'une augmentation des ventes et d'une diminution du risque.

148

Résolutions externes et vote en assemblée générale

En France, la majeure partie des résolutions externes concerne des questions de gouvernance (nomination des administrateurs, suppression des droits de vote double, etc.). Le premier cas observé de résolution climat est celui de Total en 2020 avec un projet de modifications des statuts prévoyant que la société fixe des réductions d'émissions de catégorie 1, 2 et 3 à moyen et long terme en application des Accords de Paris sur le climat¹⁰. L'association Share (voir le site share.org) recense en tout onze résolutions climat en Europe en 2020 (six en Norvège, quatre au Royaume-Uni, un en France). À l'exception de Barclays, toutes visent des entreprises pétrolières. Ce sont encore des cas isolés. Cependant, on remarque une augmentation du nombre (en moyenne, moins de deux cas par an avant 2015, cinq entre 2015 et 2019) comme du taux d'approbation des résolutions (toujours inférieur à 10 % jusqu'en 2018, toujours supérieur à 15 % en 2020, et pouvant aller jusqu'à 37 % pour les résolutions non agréées par le Conseil ; les résolutions agréées par le Conseil sont approuvées à plus de 98 %). L'identité des promoteurs a également changé. À côté d'associations caritatives ou d'ONG, on voit maintenant davantage d'investisseurs institutionnels. On peut classer les résolutions dans deux caté-

gories : celles qui exigent davantage d'information sur les objectifs et les moyens mis en œuvre dans le domaine climatique, et celles qui orientent les opérations.

Cadre réglementaire des résolutions externes climatiques

Les actionnaires (ou groupes d'actionnaires) représentant une part significative du capital peuvent déposer des projets de résolution. L'objet de ces résolutions externes est encadré et variable selon les pays (modification des statuts, etc.). Alors que le vote est en règle générale contraignant en Europe, il est consultatif aux États-Unis.

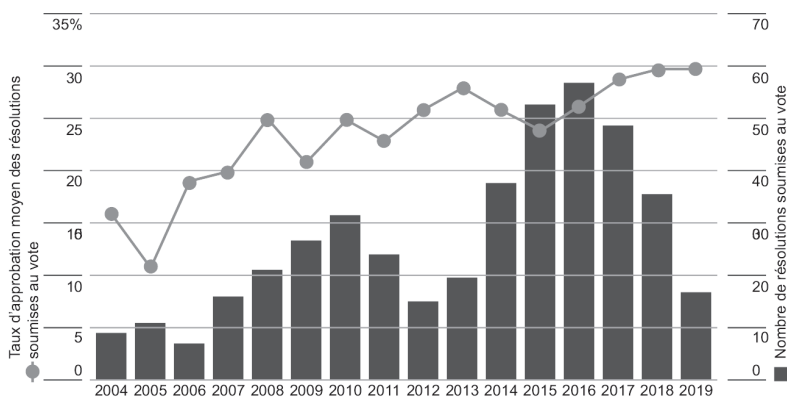
Comme les résolutions ayant trait à la gestion courante de l'entreprise sont exclues aux États-Unis, la règle 14a-8 prévoit que l'entreprise peut demander à la SEC de ne pas mettre une résolution externe à l'ordre du jour. Le cas échéant, la SEC envoie une *no action letter* à l'entreprise et au promoteur de la résolution confirmant l'exemption. Jusqu'en 2010, les résolutions ayant trait à l'environnement étaient ainsi exclues. La position de la SEC évolue en 2010, l'autorité considère que ces propositions relèvent de la politique générale (*sufficiently significant policy issue*). Les résolutions externes sont depuis un vecteur important de l'engagement actionnarial pour les enjeux climatiques. Avec l'administration Trump, on a assisté dès 2017 à un retour en arrière et une interprétation plus conservatrice. Des résolutions demandant aux entreprises des engagements sur la limitation des émissions de gaz à effet de serre ont été écartées, comme d'autres résolutions liées aux changements climatiques¹¹. Un projet de loi actuellement en examen va également dans le sens d'une restriction des possibilités de resoumissions de projets non adoptés en augmentant les seuils minima que doit obtenir une résolution pour être resoumise l'année suivante¹².

En France, le vote sur des résolutions externes est contraignant, au contraire des États-Unis. Cependant, il semble qu'aucune résolution climatique externe n'ait été soumise jusqu'à aujourd'hui. Ce constat s'explique sans doute par une interprétation plus restrictive de la nature des résolutions relevant de l'assemblée. Ainsi, à l'assemblée générale de Total de mai 2020, onze actionnaires ont déposé ensemble une résolution demandant à Total de modifier ses statuts, afin d'adopter des objectifs de décarbonation de ses activités, la modification des statuts relevant bien de l'assemblée. Le Forum de l'investissement responsable¹³ a proposé que la recevabilité des résolutions externes soit arbitrée, par exemple, par l'AMF, à l'instar de la SEC.

Aux États-Unis les résolutions externes portaient essentiellement sur la gouvernance jusqu'à une période récente, avec notamment de nombreux projets sur la rémunération des dirigeants avant l'adoption du *Say on Pay*. La dernière décennie a vu s'opérer un changement et les questions ESG représentent maintenant plus de la majorité des résolutions externes. Les résolutions environnementales, ayant pour l'essentiel trait au climat, sont aussi nombreuses que les résolutions gouvernance¹⁴. La place importante des résolutions climat aux États-Unis par rapport à l'Europe s'explique sans doute en partie par un moindre encadrement réglementaire, les demandes des actionnaires suppléant à la déficience de règles de transparence, et le retrait des États-Unis des Accords de Paris en 2017. Comme en Europe, mais à plus grande échelle, la progression en nombre s'est accompagnée d'une augmentation du taux d'approbation. Les investisseurs ont proposé au moins 140 résolutions liées au climat dans des entreprises américaines, principalement pétrolières et électriques, en 2020 (données du Ceres). Les demandes portent sur une meilleure information sur les risques, des réorientations pour accompagner le changement climatique, une gouvernance appropriée (présence d'administrateurs sensibilisés aux questions climatiques) et également une divulgation de leurs activités de *lobbying*. Au total, six propositions ont obtenu plus de 50 % des votes, contre une seule en 2019, et sur l'ensemble des 140 propositions, le taux d'approbation a été de 30,7 %, contre 26,3 % en 2019. Finalement, 56 propositions, soit 40 % de celles déposées, ont été retirées avant l'assemblée, la société s'étant engagée à traiter le problème soulevé

150

Graphique
Évolution sur seize ans du taux d'approbation des résolutions portant sur la divulgation des risques liés au climat



Note : données au 21 juillet 2019.

Source : base de données Morningstar des votes par procuration.

dans le projet de résolution. En effet, les résolutions externes sont parfois le reflet de l'échec du dialogue entamé avant l'assemblée. Le graphique *supra* semble révéler une baisse du nombre de résolutions climat sur les trois dernières années. En réalité, il traduit le retrait de résolutions après un accord trouvé en amont, et aussi en partie l'attitude plus restrictive de la SEC depuis 2018.

Quelles sont les conséquences de ces résolutions pour les actionnaires et les entreprises ? L'analyse de Dimson *et al.* (2015) apporte un premier éclairage. En effet, le succès du dialogue implique souvent le retrait d'une résolution, devenue inutile quand un accord a été trouvé. Or c'est dans le cas de dialogues initiés sur les questions climatiques que les auteurs obtiennent les résultats positifs les plus significatifs. Ainsi, on peut penser que la simple menace d'une résolution externe climatique incite à un accord et a un impact positif. Flammer (2015) conclut que l'adoption de résolutions externes dans les domaines environnemental et social (ES) est accompagnée par une réaction boursière positive, suivie de performances comptables supérieures qui s'expliquent par une augmentation de la productivité du travail et une croissance des ventes dans la période qui suit l'assemblée.

Deux documents de recherche récents examinent la question particulière du risque, un élément majeur dans les questions climatiques. Les résolutions externes ES sont rarement adoptées. Cependant, He *et al.* (2020) suggèrent que le taux d'approbation révèle des informations sur la probabilité de rendements futurs négatifs associés à des incidents. En effet, ils observent que plus une résolution externe rejetée par la majorité recueille de voix (en particulier quand elle est soutenue par les fonds communs de placement), plus les risques se concrétisent par la suite. L'expression collective des actionnaires révélerait ainsi des informations pertinentes sur le risque social et environnemental. De manière complémentaire, Flammer *et al.* (2019) montrent que la pression des actionnaires, mesurée par le nombre de résolutions climatiques soumises à une même entreprise, conduit les dirigeants à fournir davantage d'informations sur les risques, surtout quand les promoteurs sont des investisseurs institutionnels. De plus, la valeur boursière augmente à la suite de la divulgation d'informations sur les risques climatiques, le marché valorise la transparence accrue à la suite des résolutions.

Comme pour le dialogue, ces premiers résultats semblent corroborer l'hypothèse d'un engagement contribuant à la valeur actionnariale, ce qui n'exclut pas des motivations éthiques. On s'interroge sur les raisons qui ont conduit des acteurs majeurs comme Blackrock ou Vanguard à voter contre la majeure partie des résolutions externes ayant trait à

l'environnement et au social jusqu'en 2019 comme l'illustre le tableau *infra*. Leur opposition, qui contribue au rejet des résolutions, est-elle motivée par la crainte de propositions sociétales associées à une moindre rentabilité ? Les annonces de Larry Fink au début de 2020 signalent peut-être une évolution dans la stratégie d'engagement du premier gérant au monde.

Tableau
Les dix groupes de fonds d'investissement votant le plus et le moins
en faveur des résolutions climatiques sur cinq ans

Fonds	Nombre de résolutions soumises au vote	Votes en faveur
Votant le plus en faveur		
DWS	998	87 %
Allianz Global Investors	794	78 %
Blackstone	360	73 %
TIAA (Nuveen)	977	67 %
AQR	882	67 %
Alliance Bernstein	942	65 %
PIMCO	646	65 %
Guggenheim	929	65 %
Wells Fargo	1 003	64 %
Mainstay (inclus IndexIQ)	976	63 %
Votant le moins en faveur		
Federated	970	8 %
Hartford (Wellington)	795	7 %
JP Morgan	1 002	6 %
Amundi (Pioneer Funds)	554	6 %
American Funds Capital Group	737	4 %
Vanguard	1 033	4 %
BlackRock (inclus iShares)	1 033	3 %
Lord Abbett	706	3 %
Voya	1 027	3 %
DFA (Dimensional)	1 004	1 %

Note : les données sont basées sur l'ensemble des résolutions environnementales et sociales soumises au vote du 1^{er} juillet 2014 au 30 juin 2019. Les votes ont été cumulés sur cinq ans. Le vote en faveur est calculé en pourcentage de tous les votes « pour », « contre » et « abstention ».

Source : données Morningstar des votes par procuration au 7 novembre 2019.

CONCLUSION

Les annonces des entreprises et des investisseurs sur les risques climatiques se sont multipliées au cours des dernières années. On ne peut s'empêcher de s'interroger sur les véritables intentions de ces acteurs économiques qui sont au cœur de la transition énergétique.

Si les premières études laissent sceptiques sur le rôle positif des investisseurs (Clark *et al.*, 2006 ; David *et al.*, 2007), la littérature très récente conduit à davantage d'optimisme. Les marchés financiers intègrent (imparfaitement) les risques climatiques. L'activisme des actionnaires, par le biais de la composition des portefeuilles, le dialogue avec les entreprises ou les propositions climat soumises aux assemblées générales, est souvent suivi de changements et d'une meilleure performance des entreprises. Les exigences des investisseurs portent sur deux éléments : une meilleure information et des adaptations des choix opérationnels. Les actionnaires coordonnent leurs actions, la coopération entre purs investisseurs et ONG se développe, facilitée par la création de groupes d'intérêts. La création de valeur n'est pas le seul objectif visé, les investisseurs contribuent par leur action, comme les consommateurs, à limiter les effets négatifs du réchauffement climatique.

153

NOTES

1. Voir le site de Blackrock : <https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/larry-fink-ceo-letter>.
2. De nouveaux fournisseurs de données sur l'empreinte carbone des entreprises sont apparus plus récemment, comme Trucost (acquise par S&P Global UK en 2016), ou la filiale Sustainalytics de Morningstar (création de Carbon Risk Metrics en 2018).
3. Voir le site de Cambridge University Endowment Fund (CUF) : <https://www.finance.admin.cam.ac.uk/policy-and-procedures/financial-procedures/chapter-12-investments/investment-cambridge-university>.
4. Quand on aborde le thème de la sélection de titres, on fait le plus souvent référence à l'exclusion, au désinvestissement ou à la sous-représentation de certains titres ou catégories de titres. La sur-représentation (*positive screening*), stratégie inverse, est également possible. Cette stratégie, moins utilisée, consiste à sur-représenter les « meilleurs de la classe » ou les entreprises/secteurs les mieux notés globalement selon des critères ESG (voir, par exemple, le rapport 2018 de l'EFAMA sur l'investissement social et responsable, <https://www.efama.org/SitePages/Home.aspx>). Dans le contexte du réchauffement climatique, la stratégie conduit à sur-représenter les entreprises aux empreintes carbone les plus faibles (en utilisant, par exemple, les notations des agences spécialisées). Nous ne connaissons pas d'analyse portant sur la sélection positive dans le contexte spécifique du réchauffement climatique.
5. De plus, pour la première fois, le fonds peut investir directement (sans acheter de participations) dans des projets éoliens et solaires.
6. Ces résultats sont cohérents avec ceux de Hong et Kacperczyk (2009), la baisse durable du cours impliquant une plus grande rentabilité (prime carbone) par la suite des titres concernés.
7. Voir la partie 3 de ce numéro spécial pour les évolutions de la réglementation et des indicateurs.

8. Ce sont généralement des *hedge funds* qui se coalisent au sein de *wolf packs*.
9. Ils notent que la notation ESG s'améliore pour les sociétés initialement moins bien notées, elle se détériore pour les mieux notées comme si l'engagement révélait un problème non perçu auparavant.
10. Parmi les promoteurs figurent La Banque Postale, le Crédit Mutuel AM, les Assurances du Crédit Mutuel, ou encore Meeschaert. En réaction, Total a annoncé des engagements climatiques, mais la résolution a été maintenue et a obtenu 11,8 % des voix. On notera que ISS, acteur majeur dans l'industrie des agences de conseil en vote, avait recommandé de voter contre la résolution.
11. Par exemple, la SEC a autorisé Exxon en 2019 à ne pas mettre à l'ordre du jour une résolution jointe de l'Église d'Angleterre et du Fond de pension de l'État de New York demandant une réduction des émissions de gaz à effet de serre et plus de transparence. En réaction, les deux actionnaires ont recommandé de voter contre les membres du conseil d'administration et proposé une résolution visant à séparer les fonctions de président et de directeur général.
12. Les opposants à ce projet soulignent que certains sujets, comme le réchauffement climatique, prennent du temps à émerger et à être compris et citent des exemples de résolutions adoptées après plusieurs resoumissions aux AG d'Exxon ou de Occidental Petroleum, et qui auraient été bloqués. La proposition est néanmoins soutenue par des groupes d'actionnaires (Corporate Governance Coalition for Investor Value) au motif que les résolutions externes servent « une minorité d'activistes aux intérêts particuliers pour pousser des agendas qui sont déconnectés de l'amélioration de la performance à long terme des entreprises ».
13. Créé en 2001, le FIR est une association regroupant différentes parties prenantes dont des investisseurs, des gestionnaires de fonds et des universitaires et qui a pour objet de développer l'investissement.
14. Voir le rapport *The Role of Investors in Supporting Better Corporate ESG Performance*, disponible sur le site du Ceres : <https://www.ceres.org/>.

BIBLIOGRAPHIE

- ATTA-DARKUA V. (2020), « Corporate Ethical Behaviours and Firm Equity Value and Ownership: Evidence from the GPF's Ethical Exclusions », SSRN, n° 3388868.
- ATTA-DARKUA V. et DIMSON E. (2020), « Survey on Sector Exclusions », mimeo.
- BARBER B. M., MORSE A. et YASUDA A. (2020), « Impact investing », *Journal of Financial Economics*.
- BARKO T., CREMERS M. et RENNEBOOG L. (2019), « Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance », *Center Discussion Paper Series*, n° 2017-040.
- BEBCHUK L. A., BRAV A. et JIANG W. (2015), « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism », *Columbia Law Review*, vol. 115, pp. 1085-1156.
- BECHT M., FRANKS J., GRANT J. et WAGNER H. F. (2017), « Returns to Hedge Fund Activism: an International Study », *The Review of Financial Studies*, vol. 30, n° 9, pp. 2933-2971.
- BOLTON P. et KACPERCZYK M. (2020), « Do Investors Care About Carbon Risk? », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 26968.
- CECCARELLI M., RAMELLI S. et WAGNER A. F. (2019), « When Investors Call for Climate Responsibility, How Do Mutual Funds Respond? », *Swiss Finance Institute Research Paper*, pp. 19-13.
- CLARK G., SALO J. et HEBB T. (2006), « Shareholder Activism in the Public Spotlight: Social Investors' Resolutions at US Corporate Annual Meetings, 2001-2004 », University of Toronto, *Pensions at Work*.
- DAVID P., BLOOM M. et HILLMAN A. J. (2007), « Investor Activism, Managerial Responsiveness and Corporate Social Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 28, n° 1, pp. 91-100.
- DIMSON E., KARAKAŞ O. et LI X. (2015), « Active Ownership », *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n° 12, pp. 3225-3268.
- DIMSON E., KARAKAŞ O. et LI X. (2020), « Coordinated Engagements », SSRN, n° 3209072.
- EDMANS A. (2020), *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge University Press.

- FLAMMER C. (2015), « Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach », *Management Science*, vol. 61, n° 11, pp. 2549-2568.
- FLAMMER C., TOFFEL M. W. et VISWANATHAN K. (2019), « Shareholder Activism and Firms' Voluntary Disclosure of Climate Change Risks », SSRN.
- GIBSON R., GLOSSNER S., KRUEGER P., MATOS P. et STEFFEN T. (2019), « Responsible Institutional Investing Around the World », SSRN, n° 3525530.
- GIBSON R., KRUEGER P., RIAND N. et SCHMIDT P. S. (2019), « ESG Rating Disagreement and Stock Returns », ECGI Finance, *Working Paper*, n° 651/2020.
- GREWAL J., SERAFEIM G. et YOON A. (2016), « Shareholder Activism on Sustainability Issues », SSRN, n° 2805512.
- HARTZMARK S. M. et SUSSMAN A. B. (2019), « Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows », *The Journal of Finance*, vol. 74, n° 6, pp. 2789-2837.
- HE Y., KAHRAMAN B. et LOWRY M. (2020), « Es Risks and Shareholder Voice », SSRN, n° 3284683.
- HEINKEL R., KRAUS A. et ZECHNER J. (2001), « The Effect of Green Investment on Corporate Behavior », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, n° 4, pp. 431-449.
- HOEPNER A. G., OIKONOMOU I., SAUTNER Z., STARKS L. T. et ZHOU X. (2020), « ESG Shareholder Engagement and Downside Risk », ECGI Finance, *Working Paper*, n° 671/2020.
- HONG H. et KACPERCZYK M. (2009), « The Price of Sin: the Effects of Social Norms on Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 93, n° 1, pp. 15-36.
- HONG H., LI F. W. et XU J. (2019), « Climate Risks and Market Efficiency », *Journal of Econometrics*, vol. 208, n° 1, pp. 265-281.
- KRUEGER P., SAUTNER Z. et STARKS L. T. (2020), « The Importance of Climate Risks for Institutional Investors », *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n° 3, pp. 1067-1111.
- KRUTTLI M. S., TRAN R. B. et WATUGALA S. W. (2020), « Pricing Poseidon: Extreme Weather Uncertainty and Firm Return Dynamics », SSRN, n° 3284517.
- LABELLA M., SULLIVAN L., RUSSELL J. et NOVIKOV D. (2019), « The Devil Is in the Details: Divergence in ESG Data and Implications for Sustainable Investing », *QS Investors*.
- RISLEY JR E. J. (2017), « Sound and Fury, Signifying Nothing: Why Shareholder Suits Are Ineffective to Promote Corporate Response to Climate Change », *Boston College Environmental Affairs Law Review*, vol. 44, n° 2, p. 391.

