

Les politiques environnementales et sociales des entreprises : quel dialogue avec les investisseurs ?

Par Édith GINGLINGER

Professeure à l'Université Paris-Dauphine – PSL

Les politiques d'investissement des investisseurs institutionnels prennent de plus en plus en compte les enjeux environnementaux et sociaux (E&S). Cet article retrace quelques résultats des recherches réalisées sur les leviers dont disposent les investisseurs pour que les entreprises incluses dans leur portefeuille s'orientent vers des décisions cohérentes avec leurs objectifs E&S. Les investisseurs peuvent soit faire confiance au conseil d'administration pour améliorer les pratiques E&S des entreprises, soit échanger directement avec les dirigeants de celles-ci, soit encore soumettre des résolutions aux votes des actionnaires lors des assemblées générales.

Introduction

Les politiques d'investissement des grands investisseurs institutionnels prennent de plus en plus en compte les enjeux environnementaux et sociaux (E&S) ⁽¹⁾. Fin 2020, 3 038 investisseurs institutionnels avaient signé les principes d'investissement responsable (réseau PRI), représentant 103,4 Mds€, à comparer aux 203 signataires de 2010 pour un montant de 21 Mds€. Cet engouement peut traduire une montée en puissance des orientations à long terme ⁽²⁾, ou un choix délibéré de fonds axés sur des thématiques E&S. Les moindres risques et les performances comparables des stratégies de ce type confortent les investisseurs dans ces choix : ainsi, les firmes les plus responsables ont été plus résilientes durant les crises successives de 2008 et de 2020, pourtant de natures très différentes (voir, par exemple, Lins, Servaes et Tamayo, 2017 ; et Albuquerque, Koskinen, Yang et Zhang, 2020).

Les actionnaires disposent de plusieurs leviers d'action résumés dans la Figure 1 ci-contre, pour s'assurer que les entreprises de leur portefeuille agissent conformément à leurs objectifs E&S. La voie la plus naturelle consiste à passer par l'intermédiaire du conseil d'administration de celles-ci. Les administrateurs sont élus en assemblée générale et sont supposés agir dans l'intérêt des action-

naires, notion qui peut dans certains pays être élargie pour prendre en considération les enjeux sociaux et environnementaux (voir, par exemple, la loi Pacte adoptée en France en 2019). Mais les conseils d'administration peuvent parfois ne pas représenter tous les actionnaires, ou ne pas traduire assez rapidement les orientations qu'ils souhaiteraient, et ils sont alors amenés à entrer directement en contact avec les dirigeants de l'entreprise pour faire évoluer les pratiques de celle-ci.



Figure 1 : Les leviers d'action des actionnaires.

Les actionnaires ont à faire face à une difficulté liée à l'action collective : toute action coûte à celui qui l'engage, même si *in fine* elle bénéficie à tous les actionnaires. Tenter une coordination entre les actionnaires est également coûteux et, selon les orientations et les objectifs des investisseurs, peut s'avérer très compliqué, voire impossible.

Néanmoins, au cours des dernières années, l'on constate un engagement croissant des investisseurs dans un dia-

(1) Dans cet article, nous utilisons l'acronyme E&S pour désigner les aspects environnementaux et sociaux, de préférence à la responsabilité sociale des entreprises (RSE), que d'autres privilégient. L'acronyme ESG englobe l'ajout de la gouvernance aux deux critères précités de l'E&S.

(2) Selon Starks, Venkat et Zhu (2018), les investisseurs ayant un horizon plus long ont tendance à investir davantage dans des entreprises qui ont un score ESG élevé et font preuve vis-à-vis d'elles de plus de patience.

logue direct avec les dirigeants et/ou les administrateurs pour faire évoluer certaines décisions. Ce dialogue se traduit le plus fréquemment par des échanges discrets, mais peut également prendre la forme de prises de positions publiques, à l'instar des lettres annuelles qu'adresse Larry Fink, le PDG de Blackrock, le plus grand gestionnaire d'actifs au monde, aux dirigeants des entreprises dont Blackrock détient des actions. Le dialogue avec les dirigeants peut ne pas aboutir et, dans ce cas, il reste la possibilité de proposer des résolutions en assemblée générale et, bien entendu, en dernier ressort, de vendre ces actions. Même si Broccardo, Hart et Zingales (2020) montrent que, pour améliorer les performances E&S, le dialogue est plus efficace que la sortie de l'entreprise.

Dans cet article, nous présentons les trois modalités d'action à la disposition des investisseurs que sont l'action sur la composition du conseil d'administration, le dialogue direct avec les dirigeants et les résolutions déposées en assemblée générale ⁽³⁾.

Agir sur les orientations E&S par l'intermédiaire du conseil d'administration

Le conseil d'administration définit les orientations stratégiques de l'entreprise. Les questions E&S sont de plus en plus fréquemment évoquées lors des réunions du conseil. Ainsi, une enquête annuelle menée par PWC auprès d'un échantillon d'administrateurs d'entreprises aux États-Unis montre qu'en 2020, 45 % de ces administrateurs estiment que les questions E&S reviennent régulièrement dans les ordres du jour des conseils, alors qu'ils n'étaient que 34 % à faire la même observation en 2019 ⁽⁴⁾. Pour renforcer les positions favorables à l'E&S, une solution consiste à nommer des administrateurs plus orientés en ce sens. Mais il est également possible d'instituer un comité spécifique au sein du conseil d'administration pour examiner les questions E&S ou encore d'adopter des formes de rémunération incitant les dirigeants à les prendre en compte.

Nommer des administrateurs orientés E&S

Alors que les élections des administrateurs durant les assemblées générales sont souvent une formalité, ces dernières années elles ont vu des oppositions se manifester, en particulier à l'initiative de certains administrateurs déniaient le changement climatique ⁽⁵⁾. Nommer des femmes dans les conseils d'administration semble être une voie simple pour renforcer la stratégie E&S des entreprises. Ainsi, l'enquête précitée de PWC montre que 79 % des administratrices estiment que la stratégie de leur entreprise doit prendre en compte les enjeux liés au changement climatique, tandis que leurs homologues masculins ne sont

que 62 % à partager le même avis. Il est assez difficile de montrer le lien de causalité entre la part des femmes dans les conseils et les politiques E&S mises en œuvre, et ce en raison des difficultés liées à l'endogénéité : les entreprises les plus responsables nomment peut être plus de femmes. Pour contourner cette difficulté, Ginglinger et Raskopf (2019) utilisent la loi Zimmermann-Copé (2011) sur les quotas de femmes dans les conseils comme un choc exogène. Elles montrent que les performances E&S mesurées par Asset 4 et Vigeo-Eiris s'accroissent significativement après l'implémentation de quotas, suggérant ainsi que nommer des femmes dans les conseils est une option efficace pour des investisseurs qui souhaitent pousser les entreprises vers plus d'E&S.

Instituer un comité CSR

Si le conseil dans son ensemble se saisit des risques et des opportunités E&S dans la stratégie à long terme de l'entreprise, il peut également déléguer à un comité spécifique constitué en son sein certaines des réflexions liées à ces sujets. Cette pratique est de plus en plus courante. Elle permet d'approfondir les questions et de mieux préparer les échanges au sein du conseil. En 2020, 33 % des grandes entreprises cotées sur des places boursières gérées par Euronext ont des comités E&S ⁽⁶⁾, et même 78 % des entreprises du CAC40 (source : Ethics&Boards) ; une évolution en croissance rapide sur les dernières années. Selon Burke, Hoitash et Hoitash (2019), l'existence d'un comité dédié semble accroître les performances E&S, même si d'autres études sont moins concluantes (Berrone et Gomez-Mejia, 2009).

Une rémunération du dirigeant intégrant une part indexée sur les performances E&S

Le conseil d'administration définit les modalités de rémunération du dirigeant de l'entreprise. De plus en plus, ces rémunérations incluent des parts variables directement liées aux performances environnementales et sociales. 83 % des entreprises du CAC40 prévoyaient une part variable de ce type en 2019 (41 % des entreprises d'Euronext – source : Ethics&Boards), proportion qui a plus que doublé depuis 2016. Les objectifs peuvent être quantitatifs (par exemple, indicateurs d'intensité carbone) ou qualitatifs (par exemple, implémentation d'une stratégie climat). Dans le deuxième cas, il peut être plus délicat de décider si les objectifs sont atteints. Les études académiques s'accordent pour considérer que ces rémunérations indexées sur des critères E&S permettent d'améliorer les performances dans ces domaines (Flammer, Hong et Minor, 2019).

Les engagements des investisseurs par le dialogue avec les dirigeants

Les investisseurs peuvent encourager les entreprises à améliorer leurs pratiques E&S, la prise en compte des enjeux climatiques et la divulgation d'informations sur ces sujets par des échanges avec leurs dirigeants. Alors que l'interpellation des entreprises sur les sujets E&S/climatiques

(3) Nous présentons ici les résultats d'un nombre limité de recherches académiques ; et renvoyons le lecteur aux références suivantes pour des synthèses plus complètes de la littérature : Matos, 2020 ; Gillan, Koch et Starks, 2020 ; Charlety, 2020.

(4) Source : <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/assets/pwc-2020-annual-corporate-directors-survey.pdf> ; 693 administrateurs ont répondu à l'enquête.

(5) Voir les exemples cités dans : <https://www.majorityaction.us/asset-manager-report-2020>

(6) Ces comités ont des dénominations diverses : « corporate social responsibility », RSE, E&S, ou encore soutenabilité.



Photo © Jean-Claude Moschetti/REA

Le site Internet du Label Investissement socialement responsable (ISR).

« Deux études récentes se sont intéressées à la manière concrète dont les investisseurs se mobilisent pour faire évoluer les pratiques des entreprises, et aux conséquences sur la valeur et le risque de ces entreprises. »

a pendant longtemps été le fait de petits investisseurs activistes ou d'organisations non gouvernementales, on constate aujourd'hui que les grands investisseurs s'engagent de plus en plus fréquemment, seuls ou en coopération avec d'autres investisseurs.

Engagements et performances financières

Deux études récentes se sont intéressées à la manière concrète dont les investisseurs se mobilisent pour faire évoluer les pratiques des entreprises, et aux conséquences sur la valeur et le risque de ces entreprises. Barco, Cremers et Renneboog (2018) ont examiné les données détaillées sur les engagements en matière ESG, sur la période 2005-2014, d'une grande société européenne de gestion d'actifs qui gère des fonds ISR à la fois pour son propre compte et pour celui de ses clients. 847 épisodes d'engagement concernant 600 entreprises ont ainsi été analysés. Ils relèvent d'aspects sociaux pour 43 % et d'aspects environnementaux pour 42 %, la gouvernance étant le dernier aspect. Les prises de contact avec les entreprises se sont faites par courriels, lettres et contacts personnels. Sous l'effet des engagements de la société de gestion d'actifs, les scores ESG des entreprises visées se sont accrus pour celles qui étaient mal notées. Les performances boursières observées sur la période de 6 à 12 mois ayant suivi l'épisode d'engagement sont significativement supérieures à celles de firmes comparables non visées par ces engagements. Dans une étude similaire,

Hoepner, Oikonomou, Sautner, Starks et Zhou (2019) montrent que les épisodes d'engagement réussis sont suivis par une réduction du risque de perte (mesuré par la VAR – *value at risk*).

Un engagement au travers de réseaux d'investisseurs

Le développement de réseaux d'investisseurs mobilisés sur les questions E&S, tels que les signataires des PRI, facilite et rend moins coûteux les engagements coordonnés. Il évite également le risque d'une accusation d'une action de concert entre les investisseurs. Dimson, Karakas et Li (2021) étudient 31 projets d'engagement initiés et coordonnés par le réseau PRI entre 2007 et 2015⁽⁷⁾. Un projet implique en moyenne 26 investisseurs, parmi lesquels se dégagent un ou plusieurs chefs de file, et génère un dialogue avec en moyenne 53 entreprises cotées dans le monde. Au total, 960 entreprises de 63 pays ont été concernées. Lorsque les initiatives sont pilotées par un investisseur géographiquement proche des entreprises visées et ayant une participation significative dans leur capital, elles conduisent à une amélioration des performances opérationnelles et boursières des cibles, relativement à des entreprises comparables non ciblées.

(7) Les engagements ciblent, par exemple, les acheteurs d'huile de palme, la pêche responsable ou l'initiative CDP carbon action.

L'ensemble de ces résultats montrent que la quête d'une amélioration des pratiques environnementales et sociales par le dialogue entre les investisseurs et les entreprises conduit également, sous certaines conditions, à de meilleures performances financières. Les investisseurs peuvent ainsi contribuer à l'atteinte des objectifs climatiques, sans remettre en cause leur attractivité auprès des épargnants.

Soumettre des résolutions en assemblée générale (AG)

Lorsque le dialogue entre les investisseurs et l'entreprise n'aboutit pas à un accord, il reste la possibilité de soumettre une résolution aux votes des actionnaires lors des assemblées générales⁽⁸⁾.

Résolutions en AG et performances extra-financières des entreprises

Selon He, Kahraman et Lowry (2020), 1 658 résolutions, soit 23 % de toutes celles soumises en assemblée générale par des actionnaires entre 2004 et 2016 aux États-Unis, avaient trait à des questions E&S. Tandis que les résolutions sont de plus en plus souvent soutenues par l'ISS (Institutional Shareholder Services), la plus grande entreprise de conseil en vote (60 % de soutien en 2016, contre 20 % en 2004), les fonds d'investissement sont, quant à eux, plus réticents : en moyenne, 20 % d'entre eux votaient en faveur de ces résolutions en fin de période étudiée, contre 5 % en 2004. Ce faible soutien conduit à un rejet de 99 % des résolutions. Mais les votes en assemblée générale apportent néanmoins des informations : en effet, plus le pourcentage de votes en faveur des résolutions est élevé, plus grande est la probabilité d'un incident E&S négatif durant les années suivantes. Flammer, Toffel et Viswanathan (2019) confirment que les résolutions climatiques soumises par les actionnaires, même si elles ne sont pas adoptées, conduisent les entreprises à divulguer ultérieurement plus d'informations relatives au risque climatique. Cao, Liang et Zhan (2019) suggèrent également que le dépôt de résolutions E&S en assemblée générale peut affecter non seulement les décisions E&S de l'entreprise qui est saisie de la proposition, mais également celles de ses pairs, qui, entendant le message des investisseurs, adoptent des pratiques de RSE similaires.

Les limites de l'intervention en assemblée générale

Les résolutions sont également un moyen de pression pour faire en sorte que les engagements des entreprises soient soutenus par des plans de transition crédibles. En effet, certaines entreprises s'engagent à atteindre l'objectif zéro carbone à l'horizon 2050, mais sans préciser d'étapes intermédiaires. C'est ainsi que des résolutions soumises mais toutes rejetées lors des assemblées générales 2020 de Shell, Total et Equinor, ou prévues en 2021 pour HSBC

et BP, ont en commun de demander à ces sociétés des engagements conformes aux objectifs de l'Accord de Paris, et surtout un plan précis à court, moyen et long termes pour les atteindre.

Les politiques de vote des grands investisseurs institutionnels ne sont toutefois pas toujours cohérentes avec leurs déclarations publiques. En 2020, alors que son PDG Larry Fink met en avant le risque climatique comme un enjeu majeur pour Blackrock⁽⁹⁾, cet investisseur ne vote en faveur d'à peine plus de 10 % des résolutions climatiques soutenues par Climate Action 100+⁽¹⁰⁾.

Conclusion

Exposés au risque systémique résultant du changement climatique mais également de certaines évolutions sociales, les investisseurs sont de plus en plus mobilisés en faveur des enjeux environnementaux et sociaux. Ils y voient leur intérêt à long terme en termes de performances financières et de risque. Pour obtenir des entreprises des améliorations de leur performance extra-financière, ils peuvent agir à travers la nomination d'administrateurs orientés E&S dans les conseils d'administration, mais également par le dialogue avec les entreprises et, en dernier recours, par le dépôt de résolutions en assemblée générale. Ces actions permettent de faire pression sur les entreprises ciblées, mais également sur leurs concurrentes qui ajustent leurs politiques E&S en réaction aux actions des investisseurs. Pour autant, les investisseurs eux-mêmes ont des progrès à faire dans les domaines E&S ; les entreprises, de leur côté, investissent beaucoup dans la présentation des informations E&S et l'amélioration de leurs scores E&S, sans qu'il soit toujours possible de vérifier les avancées effectives en la matière. C'est la raison pour laquelle la régulation reste un facteur-clé des progrès à venir dans les domaines de l'environnement et du social (E&S).

Bibliographie

- ALBUQUERQUE R., KOSKINEN Y., YANG S. & ZHANG C. (2020), "Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous Covid-19 Market Crash", *The Review of Corporate Finance Studies* 9, pp. 593-621.
- BARKO T., CREMERS M. & RENNEBOOG L. (2018), "Activism on Corporate Social Responsibility", *SSRN Electronic Journal*.
- BERRONE P. & GOMEZ-MEJIA L. R. (2009), "Environmental Performance and Executive Compensation: An Integrated Agency-Institutional Perspective", *Academy of Management Journal* 52, pp. 103-126.
- BRIERE M., POUGET S. & URECHE L. (2019), "Do Universal Owners Vote to Curb Negative Corporate Externalities? An Empirical Analysis of Shareholder Meetings", *SSRN Electronic Journal*.

(9) <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

(10) Source : <https://shareaction.org/wp-content/uploads/2020/11/Voting-Matters-2020.pdf>. Dans le même sens, Briere, Pouget et Ureche (2019) montrent que les investisseurs universels que sont Blackrock et Vanguard votent moins en faveur des résolutions climatiques que d'autres investisseurs.

(8) Les conditions pour soumettre une résolution en assemblée générale varient selon les pays. En France, les actionnaires doivent réunir un pourcentage minimum du capital social, qui diminue à mesure que celui-ci augmente : de 5 % pour moins de 750 000 € à 0,5 % pour la part excédant 15 M€.

- BROCCARDO E., HART O. D. & ZINGALES L. (2020), "Exit vs. Voice", *SSRN Journal*.
- BURKE J. J., HOITASH R. & HOITASH U. (2019), "The Heterogeneity of Board-Level Sustainability Committees and Corporate Social Performance", *Journal of Business Ethics* 154, pp. 1161-1186.
- CAO J., LIANG H. & ZHAN X. (2019), "Peer Effects of Corporate Social Responsibility", *Management Science* 65, pp. 5449-5956.
- CHARLÉTY P. (2020), « Les investisseurs financiers : des activistes efficaces face aux risques climatiques ? », *Revue d'économie financière* n°138, pp. 139-155.
- DIMSON E., KARAKAŞ O. & LI X. (2021). "Coordinated Engagements", *SSRN Journal*.
- FLAMMER C., HONG B. & MINOR D. (2019), "Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes", *Strategic Management Journal* 40, pp. 1097-1122.
- FLAMMER C., TOFFEL M. W. & VISWANATHAN K. (2019), "Shareholder Activism and Firms' Voluntary Disclosure of Climate Change Risks", *SSRN Electronic Journal*.
- GILLAN S. L., KOCHA. & STARKS L. T. (2020), "Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance", *Working paper*, University of Pittsburgh.
- GINGLINGER E. & RASKOPF C. (2019), "Are women directors inherently ESG friendly? Evidence from board gender quotas", *Working paper*, Université Paris-Dauphine.
- HE Y., KAHRAMAN B. & LOWRY M. B. (2019), "ES Risks and Shareholder Voice", *SSRN Electronic Journal*.
- HOEPNER A. G. F., OIKONOMOU I., SAUTNER Z., STARKS L. T. & ZHOU X. (2019), "ESG Shareholder Engagement and Downside Risk", *SSRN Electronic Journal*.
- LINS K. V., SERVAES H. & TAMAYO A. (2017), "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis", *The Journal of Finance* 72, pp. 1785-1824.
- MATOS P. (2020), "ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review", *SSRN Journal*.
- STARKS L. T., VENKAT P. & ZHU Q. (2018), "Corporate ESG Profiles and Investor Horizons", *SSRN Journal*.