



**EDMOND  
DE ROTHSCHILD**

# CHRONIQUES DE L'ISR

N° 30 - Juillet 2022



**Éditorial | p.2**

UN PEU  
D'ESPOIR DANS  
UN MONDE DE  
BRUTES ?

**Point de vue académique | p.4 et 5**

ENGAGEMENT ACTIONNARIAL  
SUR LA PERFORMANCE  
ENVIRONNEMENTALE, SOCIALE ET  
DE GOUVERNANCE



**JEAN-PHILIPPE  
DESMARTIN**

Directeur de l'Investissement  
Responsable

## UN PEU D'ESPOIR DANS UN MONDE DE BRUTES ?

La lecture de nos chroniques vous a convaincus, nous l'espérons, de l'absence de complaisance en matière de durabilité sur un certain nombre de secteurs à forte intensité ESG tels que les énergies fossiles, le ciment ou encore le transport aérien. En ce début d'été et alors que les grandes vacances passent pour de nombreux citoyens européens par l'usage de leurs voitures particulières, nous voudrions évoquer une lueur d'espoir identifiée dans un secteur compliqué, l'industrie automobile européenne, en particulier depuis le « diesel gate » de septembre 2015.

Entre 2019 et 2022, l'ensemble des principaux constructeurs européens a vu ses objectifs climat validés par l'initiative indépendante et exigeante SBTI\*. La bascule en cours du thermique vers l'électrique est réelle et on le voit très concrètement dans la baisse présente et à venir des émissions de GES\*\* des véhicules commercialisés d'ici 2030 et après. Les avancées sont aussi réelles sur des sujets clés comme le recyclage, les alternatives trouvées aux terres rares pour les batteries électriques ou encore le renforcement des filières des véhicules d'occasion. Point majeur enfin, tous les constructeurs embarquent l'accompagnement social lourd de cette transition vers l'électrique. On parle pour le seul constructeur Volkswagen de 100 000 emplois en jeu.

Certes, tout n'est pas blanc. Rompant avec une tendance structurelle inverse, le poids moyen des véhicules vendus au cours des dernières années en Europe a augmenté (SUV...). Nombre d'acteurs de la filière continuent un lobbying qui n'est pas toujours positif au regard des défis environnementaux et sociaux. Le déploiement des infrastructures reste aujourd'hui un enjeu majeur pour l'électrique sans parler de la filière transport à hydrogène à long terme. Par ailleurs, hors d'Europe, la dynamique est moins visible. N'oublions pas enfin l'intérêt du recours aux transports en commun, en particulier ferroviaires.

Nous tenions à vous souhaiter un bon été en soulignant cette dynamique encourageante vers la mobilité durable. Bonne lecture !

(\*) Science Based Targets Initiative

(\*\*) Gaz à effet de Serre



**Chaire Finance Durable  
et Investissement Responsable**

**Edmond  
de Rothschild  
Asset Management  
co-sponsorise la  
Chaire Finance  
Durable et  
Investissement  
Responsable,  
co-dirigée  
par l'École  
Polytechnique et  
la Toulouse School  
of Economics et  
co-sponsorise le  
prix européen de la  
recherche FIR - PRI.**

**FIR** FORUM POUR  
L'INVESTISSEMENT  
RESPONSABLE

**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

# INDÉPENDANCE ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE FONT BON MÉNAGE

**Alors que la guerre fait rage en Ukraine, la réduction de la dépendance de l'Europe aux énergies fossiles, tout en tenant les objectifs de décarbonation, est une priorité. Allier transition et indépendance énergétique nous semble plus actuel et nécessaire que jamais.**

## L'URGENCE D'AGIR MAINTENANT

« 3 ans pour agir et garder un monde vivable », c'est le cri d'alarme du GIEC<sup>1</sup>. Fonte des glaces, avancée des déserts et dômes de chaleur... Déjà, le dérèglement climatique se fait sentir et la température globale pourrait monter jusqu'à +4°C en 2100. Un tel réchauffement impacterait tous les piliers de nos sociétés et rendrait par exemple le monde « inassurable ». D'ici 2050, on estime à 1 milliard le nombre d'habitants des régions côtières menacés par la montée des eaux et à 10 trillions de dollars la valeur des infrastructures menacées par des inondations exceptionnelles.

---

LE SCOPE 4  
REPRÉSENTE  
LA « NEW  
FRONTIER »

---

## LA MEILLEURE DES ÉNERGIES EST CELLE QUE L'ON NE CONSOMME PAS

L'intérêt économique de l'efficacité énergétique, dont la mise en œuvre peut être rapide, est plutôt simple à appréhender. Elle permet de concilier indépendance, pouvoir d'achat et lutte contre le changement climatique. Les solutions résident à la fois dans les avancées technologiques mais aussi dans les comportements et les gestes de sobriété. Bonne nouvelle, les leviers d'actions sont nombreux : isolation, mobilité durable, optimisation des réseaux de distribution électrique, pompes à chaleur...

## ACCÉLÉRER LE RECOURS AUX ÉNERGIES RENOUVELABLES

La transition vers une économie bas carbone passe également par un recours plus important aux nombreuses solutions d'énergies renouvelables : éolien, solaire, hydraulique, géothermie, biomasse, bio-méthane, hydrogène vert... Solutions qui nécessitent le développement et le renforcement des

parcs d'énergies renouvelables installés localement, contribuant à renforcer le tissu économique et social de certaines régions délaissées. Les choses ont déjà bougé. Au cours de la décennie précédente (2010-2020), 83% des nouvelles capacités de génération d'électricité installées dans le monde ont été renouvelables.

## ENTREPRISES COMME INVESTISSEURS DISPOSENT D'OUTILS DE PLUS EN PLUS FIABLES

Des outils de mesure précis des émissions carbone scopes 1 et 2<sup>2</sup> ont été développés depuis 20 ans et l'on constate de réels progrès concernant la prise en compte du scope 3<sup>3</sup> (« the elephant in the room » car représentant environ 80% des émissions totales). Le scope 4<sup>4</sup> représente la « new frontier » car il permet de mesurer le CO<sub>2</sub> évité et donc de valoriser l'investissement dans les solutions

climat. Les investisseurs sont de mieux en mieux équipés pour mesurer et piloter leur portefeuille et donc agir pour le climat.

## POUR UNE TRANSITION JUSTE

L'investisseur participe au mouvement vers une économie durable, en assumant la complexité des équilibres environnementaux, sociaux et économiques de la « transition juste ». La transition est complexe car elle remet en cause des décennies de développement reposant sur les énergies fossiles. Elle ne réussira que si les contraintes sociales sont anticipées et intégrées. On parle par exemple de 100 000 emplois en jeu pour le seul constructeur Volkswagen pour sa transition du thermique vers l'électrique.

1. GIEC, Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Évolution du Climat, Sixième rapport d'évaluation, février 2022.

2. Le scope 1 concerne les émissions directes et le scope 2, les émissions indirectes liées à l'énergie.

3. Le scope 3 englobe les autres émissions indirectes.

4. Le scope 4 concerne les émissions évitées.

# ENGAGEMENT ACTIONNARIAL SUR LA PERFORMANCE ENVIRONNEMENTALE, SOCIALE ET DE GOUVERNANCE

## TAMAS BARKO

est titulaire d'un master de recherche en finance et d'un doctorat de l'université de Tilburg, aux Pays-Bas. Il est spécialisé dans la gestion des données, l'analytique et l'apprentissage automatique.

## MARTJIN CREMERS

est professeur de finance et de droit à l'université de Notre Dame, à Mendoza, aux États-Unis. Ses domaines de recherche et d'enseignement sont la gestion des investissements, la finance d'entreprise, la gouvernance d'entreprise, le droit des sociétés, l'éthique des affaires et la pensée sociale catholique.

## LUC RENNEBOOG

est professeur de finance d'entreprise à l'université de Tilburg et chercheur associé au CentER for Economic Research (Tilburg). Luc Renneboog est diplômé de l'université de Louvain (BSc/MSc en ingénierie commerciale et BA en philosophie), de l'université de Chicago (MBA) et de la London Business School (université de Londres) (PhD en économie financière). Ses recherches portent sur la gouvernance d'entreprise, les fusions et acquisitions, l'ESG et l'économie de l'art.

**Cet article, accepté pour publication, étudie l'activisme des investisseurs favorisant la performance environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). Basée sur l'ensemble de données exclusif d'un grand fonds activiste international et socialement responsable qui s'appuie sur 847 processus ESG auprès de 660 entreprises à travers le monde, cette étude donne un panorama complet des défis, des facteurs de réussite et des effets de l'activisme des investisseurs. Réussie ou non, une décennie (2005-2014) de dialogue et d'engagement avec les entreprises est examinée. Chaque contact avait un objectif ESG spécifique et a amélioré la performance RSE ou révélé des zones grises. Les trois auteurs examinent les effets de l'engagement sur les résultats des entreprises, les notations ESG et la performance des actions. Le dialogue avec les entreprises sur les critères ESG semble ne jamais avoir été aussi utile.**

## PRÉSENTATION DE L'ENSEMBLE DE DONNÉES ET DES ENTREPRISES VISÉES

L'ensemble de données, fourni par un grand gestionnaire d'actifs européen avec plus de 250 milliards de dollars d'actifs sous gestion, concerne l'activisme des investisseurs sur une majorité d'enjeux environnementaux (42,3%) et sociaux (43,3%). La gouvernance ne représente que 14,4% des cas. Les questions ESG identifiées sont révélées par la recherche du gestionnaire d'actifs, l'analyse des prestataires externes et un regard attentif sur les récentes crises et polémiques. L'activisme des investisseurs se déroule souvent en coulisses, dans le cadre d'échanges d'e-mails privés. Avant d'engager un dialogue avec une entreprise, le gestionnaire d'actifs fixe un objectif ESG. Cet objectif peut être un engagement axé sur la « réorganisation » et donc contribuer à la gestion et aux organisations. Dans cet échantillon, la majorité des cas (51,5%) sont de ce type. L'objectif peut également être un engagement axé sur la « transparence », visant à améliorer la communication et le reporting ESG (48,5% de cet échantillon). En examinant le panel, l'étude révèle que les entreprises dont les notes ESG sont faibles dans les pays à faible risque sont les plus susceptibles d'être ciblées. Cela suggère que l'activisme des investisseurs se concentre sur les entreprises disposant d'une marge d'amélioration en matière de performance ESG. En outre, les entreprises ciblées affichent généralement une performance boursière supérieure à celle de leurs pairs et bénéficient d'une couverture importante des analystes, à l'exception des entreprises engagées sur des questions de gouvernance, qui ont une structure actionnariale dispersée et des opportunités de croissance plus faibles.

## LES MULTIPLES EFFETS DE L'ACTIVISME DES INVESTISSEURS

Le document présente les effets de l'activisme des investisseurs en fonction de l'entreprise. Une grande majorité d'entreprises saluent l'initiative de dialogue et d'engagement. En effet, les deux tiers des entreprises sont « ré-

ceptives à l'origine et participent à une discussion initiale », selon le document. Tout d'abord, les entreprises ayant de faibles notations ESG voient leurs notations s'améliorer pendant la période d'activisme. Cela suggère que les entreprises engagées prennent en compte les remarques de l'investisseur, améliorant ainsi leurs performances ESG par la communication d'informations pertinentes qui renforcent leur transparence ESG. D'autre part, les entreprises bénéficiant d'une notation ESG élevée voient leurs notations diminuer pendant la période d'activisme. Cela suggère que le processus d'engagement soulève des préoccupations ESG, en mettant en lumière les polémiques et en révélant les zones de faiblesse qui n'avaient pas encore été prises en compte. Contre toute attente, des changements dans les notations ESG se produisent déjà en dialoguant avec l'entreprise : pas uniquement après la fin du processus d'engagement. Qu'ils soient réussis ou non, les processus d'engagement ESG dévoilent toujours quelque chose. Ainsi, l'activisme des investisseurs a des répercussions positives et négatives sur les notations ESG. Deuxièmement, l'étude montre que la performance comptable ne change pas de manière significative à la suite d'un engagement réussi, à l'exception du chiffre d'affaires qui a tendance à croître après l'engagement. Troisièmement, les auteurs estiment que les entreprises engagées surperforment les entreprises non engagées. Les entreprises ciblées du quartile ESG le plus faible surperforment leurs pairs de 7,5% au cours de l'année suivant l'engagement en matière de performance financière. En outre, les entreprises engagées avec succès surperforment les autres, avec un rendement financier de 6,8% au cours de l'année suivant l'engagement. En effet, le succès des engagements réussis — et en particulier des engagements axés sur la réorganisation, qui nécessitent des changements opérationnels — est récompensé par une hausse nette du cours de l'action.

## FACTEURS DE SUCCÈS DE L'ENGAGEMENT

L'activisme des investisseurs au sein de ce panel a un taux de réussite de 60%. L'engagement est considéré comme un succès si les opérations ou les rapports de l'entreprise visée montrent l'évolution souhaitée. En d'autres termes, le succès se produit lorsque l'entreprise cible respecte les exigences ex ante de l'investisseur. Cette définition du succès déterminé par l'activiste est discutable, car la fixation d'objectifs faciles pourrait conduire à des taux de réussite surestimés. Si le changement ciblé n'a pas lieu en moins de deux ans, le dossier d'engagement est généralement clôturé par les investisseurs activistes. Dans cet échantillon, des actions d'engagement réussies ont lieu dans un délai moyen de 20 mois. L'étude montre que le succès des engagements axés sur la transparence est plus probable que celui des engagements axés sur la réorganisation. En effet, ces derniers risquent d'être plus difficiles à réaliser, mais peuvent entraîner davantage

d'amélioration de la valeur. Une autre conclusion de l'étude est que l'activisme auprès des entreprises dont la note ESG est plus élevée avant l'engagement est plus susceptible de réussir. En effet, les entreprises qui étaient déjà attentives aux critères ESG et qui possèdent déjà les compétences et le savoir-faire ESG nécessaires sont plus susceptibles de réussir à mettre en œuvre les changements et recommandations ESG. Les auteurs ont également avancé le fait qu'un engagement réussi est moins probable dans les entreprises dotées d'un important actionnaire majoritaire. Enfin, les processus d'engagement sont plus susceptibles de porter leurs fruits lorsque les entreprises affichent une croissance du chiffre d'affaires plus faible, car les entreprises sont plus sous pression de la part des investisseurs. De la même manière, les importantes réserves de liquidités ont tendance à rendre moins probable le succès de l'engagement, car l'entreprise cible peut se soustraire à la pression des investisseurs.

## CONCLUSION

Le dialogue et l'engagement sont une pierre angulaire de la finance responsable, et cette étude montre que la finance responsable, l'engagement ESG et une solide performance vont de pair. Historiquement, l'activisme des investisseurs a été critiqué en tant qu'outil de publicité et de façade marketing. Ce document, qui couvre les processus d'engagement à l'échelle mondiale sur les piliers environnementaux, sociaux et de gouvernance, montre l'ampleur de l'engagement du gestionnaire d'actifs et ses effets multiples sur les performances opérationnelles et les actions de l'entreprise. L'engagement ESG est le plus bénéfique pour les entreprises qui voient leurs notations s'améliorer au cours du processus. À l'inverse, les entreprises affichant de solides performances ESG voient souvent leurs notations ESG diminuer au cours du processus, par la révélation de points de désaccord ou de sources d'inquiétudes jusqu'alors inconnus. Les entreprises engagées à l'échelle mondiale surperforment leurs pairs. Les efforts déployés par les entreprises engagées avec succès sont également récompensés, car elles surperforment leurs homologues engagées sans succès. À l'échelle mondiale, l'activisme des investisseurs ESG est bénéfique aux gérants et aux entreprises ciblées qui bénéficient d'une occasion unique d'aligner leur stratégie RSE sur les meilleures pratiques du marché.

**Les entreprises engagées avec succès qui intègrent les changements opérationnels ESG surperforment leurs pairs, ce qui renforce nos convictions quant à l'importance du dialogue et de l'engagement comme outils décisifs pour un investisseur responsable.**

Barko, T., Cremers, M. & Renneboog, L. Engagement actionnarial sur la performance environnementale, sociale et de gouvernance. *J Bus Ethics* (2021). Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance by Tamas Barko, Martijn Cremers, Luc Renneboog :: SSRN

## À LA RENCONTRE DES SOCIÉTÉS

# HELLO FRESH



**Fournisseur de kits de repas depuis 2011, HelloFresh est un acteur innovant du secteur de la restauration à domicile.**

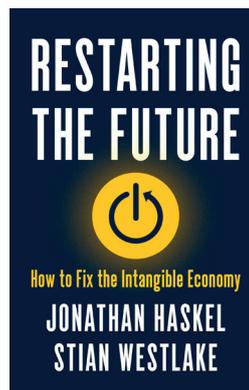
Le business model innovant et l'offre de consommation saine et ludique d'HelloFresh le placent en leader de sa catégorie, avec plus de sept millions de clients dans 17 pays. Chaque semaine, sur la plateforme HelloFresh, le client choisit parmi une large gamme de recettes équilibrées et se fait livrer les ingrédients pour les préparer chez soi. L'entreprise allemande, portée par une forte croissance, comptait près de 15 000 employés fin 2021, avec une majorité de son chiffre d'affaires enregistrée aux Etats-Unis. Côté environnemental, elle a émis des objectifs de réduction de déchets alimentaires et d'intensité carbone (scope 1 et 2). De plus, le modèle de livraison atypique d'HelloFresh assure de bonnes conditions de travail par rapport au secteur. Enfin, la gestion de la chaîne d'approvisionnement et la qualité des produits est un enjeu réputationnel pour le groupe, qui lance régulièrement des initiatives de consommation responsable.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

## CONSEIL DE LECTURE

# DU TANGIBLE SUR LES IMMATÉRIELS

Les actifs immatériels - marque, data, capital humain, propriété intellectuelle, logiciels, capital clients - représentent désormais dans nos économies de services et numériques plus de 80% de la valeur financière des entreprises, à l'instar des GAFAs. Ces actifs immatériels sont aussi au cœur de la réalisation des objectifs de durabilité, l'éducation en étant le meilleur symbole. Jonathan Haskel, professeur d'économie à l'Imperial College, nous revient avec un nouvel ouvrage sur les immatériels, après « Capitalism without Capital » en 2017. « Restarting the Future » permet de mieux comprendre, voir et toucher ces actifs « invisibles » dans la comptabilité, à travers des exemples concrets liés à une profonde transformation en cours des modèles de croissance.



**Restarting the future**  
de Jonathan Haskel  
et Stian Westlake

# 742 milliards de dollars

**Le total des sommes investies dans les combustibles fossiles par les banques mondiales en 2021.**

Source : Financial Time ; 31 mars 2022.

# 83%

**Parts des ajouts annuels nets d'énergies renouvelables dans la capacité de production d'électricité en 2020.**

Source : REN21, Renewables 2021 Global Status Report.

# SAY ON CLIMATE : UNE OPPORTUNITÉ À DOUBLE TRANCHANT

**La saison des AG a été centrée sur les rémunérations et le climat. Tout comme le « Say on Pay » permet aux actionnaires de se prononcer sur la rémunération des dirigeants, le « Say on climate » leur permet de se prononcer sur la stratégie climat, ou au sens plus large, la stratégie environnementale.**

Cette année, ils ont donc pu voter pour celles de EDF, Engie mais aussi Amundi ou Carrefour entre autres en France. Cependant, si nous valorisons la démarche de transparence et de dialogue, les résolutions sont encore trop disparates pour permettre aux actionnaires de se prononcer sereinement sur le sujet.

Par ailleurs, il serait utile de savoir ce qu'il adviendrait en cas de vote négatif à une résolution « Say on Climate », afin de ne pas tomber dans les mêmes écueils que ceux rencontrés par son cousin le « Say on Pay » (le rejet de la rémunération de Mr Tavares chez Stellantis ne semblant pas être suivi d'effet par exemple).

## DIALOGUE ET ENGAGEMENT AVEC TOTALENERGIES

Edmond de Rothschild Asset Management valorise un engagement ouvert et constructif. À ce titre, nous dialoguons depuis de nombreuses années avec le groupe TotalEnergies, de façon indi-

viduelle et collective. Depuis 2020, nous demandons à la direction de fixer et publier des objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) conformes à l'objectif de l'Accord de Paris sur le climat.

Le dialogue étant resté infructueux, 11 investisseurs, dont Edmond de Rothschild Asset Management, ont finalement décidé de déposer conjointement une résolution d'actionnaires demandant à l'entreprise de fixer des objectifs à court, moyen et long terme respectant la trajectoire de l'Accord de Paris sur le climat. En effet, les ambitions de TotalEnergies en matière de réduction des gaz à effet de serre à court et moyen terme ne sont pas alignées sur un scénario de réchauffement climatique de 1,5°C.



**Nous avons un accord de principe. La question est : avons-nous tous les mêmes principes ?**

Bien que l'entreprise a accepté une résolution identique en 2020, elle a cette année refusé de l'inscrire à l'ordre du jour de l'assemblée, ce que nous considérons comme un déni de notre droit d'actionnaires. Précisons que des résolutions similaires ont été acceptées chez des majors pétrolières concurrentes, européennes comme américaines.

Nous espérons pour 2023 une clarification des règles pour la place de Paris en matière de dépôt de résolution à l'initiative des actionnaires.

Juillet 2022. Document non contractuel exclusivement conçu à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08  
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros  
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 – 332.652.536 R.C.S. Paris  
[www.edram.fr](http://www.edram.fr)



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

ON NE  
SPÉCULE  
PAS SUR  
L'AVENIR.  
ON LE  
CONSTRUIT.

EDMOND DE ROTHSCHILD  
L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.

MAISON D'INVESTISSEMENT | [edmond-de-rothschild.com](https://edmond-de-rothschild.com)