

January 2021

“Les votes des investisseurs institutionnels sur les externalités produites par les entreprises: Le cas de deux investisseurs emblématiques”

Marie Brière, Sébastien Pouget et Loredana Ureche-Rangau

## **Les votes des investisseurs institutionnels sur les externalités produites par les entreprises :**

### **Le cas de deux investisseurs emblématiques**

Marie Brière, Sébastien Pouget et Loredana Ureche-Rangau<sup>1</sup>

Résumé : Les investisseurs institutionnels s’engagent-ils dans la question des externalités produites par les entreprises, telles que les émissions de gaz à effet de serre ? Nous étudions le vote dans les assemblées générales des actionnaires de deux investisseurs emblématiques : BlackRock, un gérant de portefeuille majeur au niveau international, et le Fonds Norvégien, un fonds souverain responsable. Nos données couvrent l’année 2014 et contiennent 35 382 résolutions votées par les deux institutions dans 2 796 entreprises partout dans le monde. Les deux investisseurs, dits universels (Monks et Millow, 1995) s’opposent au management plus souvent sur des questions liées aux externalités, que sur des questions financières. Le Fonds Norvégien est plus actif sur les résolutions portant sur des externalités liées aux questions environnementales et sociales, que sur celles de gouvernance. La différence de comportement entre les deux investisseurs est encore plus importante si l’on se focalise sur les résolutions liées au changement climatique. Au final, la logique de philanthropie déléguée (Benabou et Tirole, 2010) semble être une motivation plus forte que celle d’investisseur universel pour combattre les externalités.

Codes JEL : G11, F21, G23

---

<sup>1</sup> Sébastien Pouget remercie l’ANR pour son soutien financier au titre du programme Investissements d’Avenir portant la référence ANR-17-EURE-0010 ; il a bénéficié de l’aide financière et des ressources de la Chaire FDIR dans le cadre de la fondation TSE-Partenariat, un organisme de la Toulouse School of Economics dédié à la recherche et soutenu par plusieurs donateurs dont la liste figure à l’adresse suivante : <https://www.tse-fr.eu/fr/tsepartenariat>.

Cet article vise à déterminer si les investisseurs institutionnels incitent les entreprises à réduire les externalités négatives qu'elles font peser sur la société. Comme l'explique par exemple Laffont (1987), une externalité est un effet indirect d'une activité économique qui concerne un agent autre que celui qui exerce l'activité. Les externalités constituent une défaillance du marché dans la mesure où l'équilibre du marché reflète uniquement les effets privés perçus par les parties impliquées dans l'activité, et non les effets sur l'ensemble de la société. Dans un rapport basé sur des recherches menées par Trucost, leader dans le domaine de l'analyse extra-financière, Mattison et al. (2011) estiment qu'en 2008, les 3 000 plus grandes entreprises cotées en bourse dans le monde entier ont généré plus de 2 150 milliards de dollars (soit 7 % de leurs revenus) d'externalités négatives environnementales, notamment en termes de changement climatique.

Pour évaluer l'engagement des investisseurs institutionnels en faveur de la réduction des externalités négatives des entreprises, nous étudions les votes dans les assemblées générales des actionnaires sur des résolutions portant sur des questions environnementales et sociales. Cet axe est pertinent du fait que nous possédons une grande quantité de données sur un type d'engagement, le vote des actionnaires, sur des questions sociétales. Nous nous focalisons également sur les émissions de gaz à effet de serre, un exemple clairement identifié d'externalité produite par les entreprises. Nous nous intéressons dans cet article au Fonds Norvégien et à BlackRock, deux investisseurs institutionnels emblématiques. En 2017, ces deux investisseurs géraient respectivement plus de 1 000 milliards et plus de 5 000 milliards de dollars d'actifs. Tous deux disposent d'un portefeuille de grande taille, international et bien diversifié. À ce titre, ils sont considérés comme des investisseurs universels (voir, par exemple, Monks et Minow, 1995). Le Fonds Norvégien assure également une mission de philanthropie déléguée (voir, par exemple, Bénabou et Tirole, 2010), car il est placé sous la surveillance du parlement norvégien et d'un Comité d'éthique.<sup>1</sup> Au vu de leur taille, ces deux investisseurs sont susceptibles d'avoir une influence significative sur le comportement des entreprises dans le monde entier.

Au sens étroit, la logique de création de valeur actionnariale implique que les investisseurs institutionnels ne devraient pas inciter les entreprises à internaliser les externalités, car cela ne serait pas financièrement intéressant pour les actionnaires. Pourtant, deux arguments fondamentaux devraient inciter les investisseurs institutionnels à s'engager activement en faveur de la réduction des externalités. Le premier argument repose sur la logique de l'investisseur universel (voir, par exemple, Monks et Minow, 1995 ; Hawley et Williams, 2000 ; Dimson et al., 2013, et Azar, 2017). Les grands investisseurs institutionnels détiennent des actions dans pratiquement toutes les entreprises cotées et disposent d'un horizon à long terme. En tant qu'investisseurs universels, ils peuvent inciter les entreprises à atténuer les externalités négatives qu'elles font peser sur les autres entreprises de leur portefeuille afin de ne pas faire diminuer sa rentabilité globale.

Le second argument qui devrait inciter les investisseurs institutionnels à s'engager activement sur la question des externalités repose sur la logique de la philanthropie déléguée (Bénabou et Tirole, 2010). Les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fonds communs de placement et les fonds souverains investissent pour le compte de clients ou de citoyens qui peuvent avoir des préférences en matière d'externalités qui diffèrent de celles des dirigeants d'entreprises. Les investisseurs institutionnels pourraient donc vouloir promouvoir les valeurs et les préférences de ces clients et citoyens et inciter le management à opter pour la ligne de conduite adéquate.

Plusieurs articles ont étudié l'influence du vote dans les assemblées générales des actionnaires sur le comportement des entreprises. Cunat et al. (2012) montrent que des votes serrés en faveur de changements en matière de gouvernance entraînent une hausse de la valorisation boursière des entreprises. De la même façon, Flammer (2015) et Flammer et Bansal (2018) montrent que des votes serrés sur les questions environnementales et sociales et sur les plans de rémunération des dirigeants à long terme sont associés à une hausse de la valorisation boursière des entreprises. Bauer et al. (2010) signalent que les entreprises évoluant dans des secteurs moins concurrentiels sont plus susceptibles d'être visées par des résolutions d'actionnaires. Bach et Metzger (2017) indiquent que le soutien des actionnaires en faveur d'une résolution influe sur la valeur de l'entreprise, car, même si le vote n'est pas contraignant, comme c'est le cas aux États-Unis, la non-application d'une résolution ayant obtenu un vote majoritaire peut entraîner un changement de direction. Pour compléter cette littérature, nous analysons plus en détail les politiques de vote des investisseurs institutionnels et leurs facteurs déterminants.

Dans cet article, nous nous intéressons en particulier à BlackRock et au Fonds Norvégien. BlackRock est une société de gestion d'actifs qui détient plus de 5 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion, dont 2 600 milliards investis en actions. Selon Fichtner et al. (2017), BlackRock est le plus gros investisseur en actions du monde : il détient 3 648 participations supérieures à 3 %, 2 632 participations supérieures à 5 % et 375 participations supérieures à 10 % dans des entreprises cotées partout dans le monde. L'équipe de gouvernance d'entreprise de BlackRock compte 31 personnes votant à plus de 15 000 assemblées générales et sur plus de 130 000 propositions chaque année, et ce de façon centralisée. Le Fonds Norvégien est un fonds souverain qui gère plus de 1000 milliards de dollars d'actifs. Il détient des parts dans près de 9 000 entreprises partout dans le monde, avec plus de 500 milliards investis en actions. Le Fonds Norvégien détient en moyenne 1 % du capital de chaque entreprise composant son portefeuille. L'équipe de gouvernance d'entreprise du Fonds Norvégien compte environ 12 personnes votant sur plus de 11 000 résolutions chaque année. En 2014, les participations des deux investisseurs semblaient fortement corrélées, que ce soit au niveau de la part du capital de chaque entreprise (corrélation de 87 %) ou du poids des entreprises dans le portefeuille des investisseurs (corrélation de 95 %).

Au vu des montants d'actifs investis en actions dans le monde entier, BlackRock et le Fonds Norvégien peuvent être considérés comme des investisseurs universels : ils détiennent d'importantes participations dans presque toutes les grandes entreprises cotées en bourse partout dans le monde. Pourtant, ces deux investisseurs diffèrent à plusieurs égards. D'une part, BlackRock est une société cotée en bourse depuis 2009. À ce titre, elle est dirigée par un conseil d'administration qui a une responsabilité fiduciaire envers ses propres actionnaires. Nous considérons donc BlackRock comme l'archétype de l'investisseur standard bien diversifié. Dans ses Principes de gouvernance et d'engagement, BlackRock affirme que « l'élément déclencheur de l'engagement en faveur d'une question environnementale ou sociale donnée repose sur l'évaluation des éventuelles retombées économiques pour les actionnaires ». Ce principe s'inscrit clairement dans la logique de l'investisseur universel décrite précédemment. D'autre part, le Fonds Norvégien est un fonds souverain qui investit les revenus pétroliers de la Norvège afin de générer à long terme des revenus stables pour le pays. Comme l'affirment Chambers et al. (2012), son objectif est de « servir de dispositif d'épargne à long terme et de faire fructifier la rente d'une ressource non renouvelable en diversifiant au sein d'un large portefeuille de titres internationaux ». Le Fonds Norvégien est placé sous la responsabilité du ministère des Finances qui est lui-même supervisé par le parlement norvégien. Compte tenu de sa responsabilité fiduciaire envers les représentants du peuple norvégien, le Fonds Norvégien est considéré comme un leader en matière d'investissement responsable (voir, par exemple, Chambers et al., 2012). L'engagement du Fonds en faveur de l'investissement responsable s'est concrétisé par la création d'un Comité d'éthique. Le Fonds Norvégien figure sur la liste des « 25 investisseurs les plus responsables » qui distingue les fonds souverains et fonds de pension publics les plus responsables parmi plus de 200 fonds dans le monde entier (The Bretton Woods II Leaders List, 2017). Nous considérons donc le Fonds Norvégien comme l'archétype de l'investisseur responsable bien diversifié.

Nous comparons les votes des investisseurs sur des questions liées aux externalités avec leurs votes sur diverses autres questions, notamment les propositions du management sur des questions financières et de gouvernance et les propositions des actionnaires en matière de gouvernance. Cela nous permet de distinguer clairement les cas où l'opposition est liée aux externalités des cas où elle est liée à d'autres caractéristiques des politiques proposées. Nous cherchons également à distinguer l'impact des préférences en faveur de la réduction des externalités négatives des autres effets. À cette fin, notre analyse tient compte de plusieurs facteurs pouvant expliquer les désaccords avec le management ou entre les investisseurs. Les problèmes d'agence (voir, par exemple, Agrawal et Knoeber, 1996 ; Hong et al., 2012 et Cheng et al., 2013) peuvent être un motif de désaccord entre investisseurs. Nous incluons donc une variable indiquant qu'une résolution a été proposée par un actionnaire sur une question de gouvernance. Les divergences d'opinions peuvent être un autre motif (voir, par exemple, Chen et al., 2002 et Boot et al., 2006 et 2008). Nous incluons donc la dispersion dans les prévisions des analystes (voir, par exemple, Diether et al., 2002) comme variable de contrôle.

Nos données incluent des informations détaillées concernant 35 382 résolutions, dont 326 résolutions liées à des questions sociales et environnementales, votées par BlackRock et le Fonds Norvégien en 2014 sur un échantillon de 2 796 entreprises partout dans le monde.<sup>2</sup> Nous avons recueilli ces données dans les déclarations de BlackRock à la SEC et sur le site Internet du Fonds Norvégien.<sup>3</sup> Nous avons

obtenu les caractéristiques des entreprises auprès de FactSet et les notations ESG de MSCI. Pour les analyses complémentaires nécessitant des données relatives aux participations des deux investisseurs institutionnels, nous avons également utilisé un plus petit échantillon en nous basant sur les informations figurant sur le Formulaire 13F de la base de données Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval (EDGAR) de la SEC, soit un total de 6 037 résolutions, dont 110 portant sur des questions sociales ou environnementales. L'opération de collecte des données a donné lieu à une classification manuelle des résolutions votées en plusieurs catégories (questions financières, de gouvernance, environnementales, etc.) et sous-catégories (changement climatique et émissions de gaz à effet de serre, fracturation hydraulique, etc.). La période étudiée a été choisie du fait que les données relatives aux instructions de vote du Fonds Norvégien disponibles en ligne débutent au 1<sup>er</sup> juillet 2013. À partir de cet ensemble de données, nous avons pu recueillir les recommandations du management pour chacune des résolutions soumises à un vote ainsi que le contenu de chaque résolution et le vote en lui-même.<sup>4</sup>

### **Résolutions proposées, votes et variables explicatives**

En suivant les lignes directrices en matière de vote par procuration publiées par la société Institutional Shareholder Services (ISS)<sup>5</sup>, nous avons manuellement classifié les résolutions en cinq grandes catégories : résolutions environnementales (E), résolutions sociales (S), résolutions de gouvernance (G), résolutions financières et autres résolutions.<sup>6</sup> Les résolutions E, S et G couvrent plusieurs thématiques qui portent à leur tour sur différentes questions. Le Tableau 1 présente la synthèse des statistiques pour l'ensemble des données recueillies concernant les votes de BlackRock et du Fonds Norvégien. Sur 35 382 résolutions votées par les deux investisseurs, 69 portaient sur des questions environnementales, principalement le changement climatique et le reporting environnemental ; 257 portaient sur des questions sociales, essentiellement les contributions à des œuvres caritatives, le lobbying et les dons à des partis politiques et les droits de l'homme et 28 396 portaient sur des questions de gouvernance, principalement en lien avec la structure du conseil d'administration, la rémunération et les pratiques d'audit.

Le Tableau 1 synthétise les statistiques sur le taux d'opposition aux résolutions par sujet pour BlackRock et le Fonds Norvégien. Il montre que les taux d'opposition au management ne sont pas les mêmes pour BlackRock et le Fonds Norvégien. Le taux d'opposition au management est en moyenne de 3 % pour BlackRock et de 8 % pour le Fonds Norvégien. Les taux d'opposition sont similaires aux statistiques générales pour les questions financières et de gouvernance. En revanche, ils diffèrent pour les questions environnementales et sociales. BlackRock s'oppose rarement au management sur ces questions, tandis que le Fonds Norvégien s'oppose au management sur 101 des 326 résolutions (31 %).

#### *Insérer Tableau 1*

Le Fonds Norvégien est particulièrement actif sur les questions relatives au changement climatique et aux émissions de gaz à effet de serre, avec un taux d'opposition au management de 83 % et sur les questions relatives au reporting environnemental, avec un taux d'opposition de 50 %. Concernant les questions sociales, le taux d'opposition du Fonds Norvégien s'élève à 75 % sur les questions liées à la diversité, à 83 % sur les questions liées à l'orientation sexuelle et à 65 % sur les questions liées aux contributions à des partis politiques. Toutes les résolutions environnementales et la plupart des résolutions sociales sont proposées par les actionnaires. Concernant les questions sociales, les résolutions proposées par le management représentent 140 résolutions sur un total de 257 (101 concernant les contributions à des partis politiques et 39 les contributions à des œuvres caritatives). Les résolutions des actionnaires sur les questions de gouvernance sont rares (1 % de ces résolutions sont proposées par les actionnaires), mais elles révèlent une divergence intéressante entre les deux investisseurs : le Fonds Norvégien s'oppose au management sur ces résolutions dans 36 % des cas contre seulement 12 % pour BlackRock.

Les variables que nous cherchons à expliquer sont les taux d'opposition aux recommandations du management des deux investisseurs sur les résolutions soumises à un vote. Nous utilisons les variables indicatrices suivantes :

- *BR [BlackRock] ou NF [Fonds Norvégien] s'oppose* prend la valeur 1 si l'un ou l'autre ou les deux investisseurs s'opposent à la recommandation du management et 0 sinon ;

- *BR s'oppose* prend la valeur 1 si BlackRock s'oppose à la recommandation du management et 0 sinon ;
- *NF s'oppose* prend la valeur 1 si le Fonds Norvégien s'oppose à la recommandation du management et 0 sinon.

Les principales statistiques sur ces variables indicatrices sont présentées dans le Tableau 2, Panneau A. L'opposition au management concerne 9 % des résolutions en moyenne, essentiellement en raison de la politique de vote du Fonds Norvégien.

### *Insérer Tableau 2*

#### Caractéristiques des résolutions

Plusieurs variables indicatrices reflètent les dimensions spécifiques des résolutions votées, à savoir :

- *Proposition des actionnaires* prend la valeur 1 si la résolution est proposée par les actionnaires et 0 sinon ;
- *Résolution ES* prend la valeur 1 si la résolution concerne des questions E ou S et 0 sinon ;
- *Résolution G* prend la valeur 1 si la résolution concerne des questions G et 0 sinon ;
- *Résolution climat* prend la valeur 1 si la résolution concerne des questions liées au climat et 0 sinon ;
- *Résolution ES hors climat* prend la valeur 1 si la résolution concerne des questions environnementales et sociales hors climat et 0 sinon.

Le Tableau 2, Panneau B synthétise les principales statistiques sur ces variables indicatrices. En moyenne, seuls 2 % des résolutions soumises à un vote sont présentés par les actionnaires et la plupart de ces résolutions sont liées à la gouvernance (80 % en moyenne).

#### Caractéristiques ESG

Différentes variables sont utilisées pour refléter les performances ESG des entreprises et de leurs pays d'origine. Pour évaluer les performances ESG des entreprises, deux variables sont construites/recueillies :

- *Notation ES entreprise* est la moyenne des scores E et S issus de la base de données MSCI ESG STATS. Nous avons additionné les scores E et S pour obtenir un seul indicateur des performances des entreprises en matière d'externalités sociétales.
- *Notation G entreprise* provient de la base de données MSCI ESG STATS.

Les statistiques synthétisées dans le Tableau 2, Panneau C, montrent que les entreprises étudiées affichent de meilleures performances sur les questions de gouvernance (avec un score moyen supérieur à 6) que sur les questions environnementales et sociales (score moyen inférieur à 5).

Pour mesurer les performances ESG des pays où les entreprises de notre échantillon sont domiciliées, nous construisons les variables suivantes :

- *Notation ES pays* est la moyenne entre la notation environnementale (E) et sociale (S) pour chaque pays, où :
  - o la notation E est la moyenne de cinq variables qui prennent en compte des questions environnementales clés : émissions de gaz à effet de serre par unité de PIB ; qualité de l'air et santé ; indice de rigueur des politiques environnementales (données issues des statistiques de l'OCDE) ; émissions totales de CO<sub>2</sub> par habitant liées à l'utilisation des énergies fossiles et à la fabrication de ciment (données issues de la base de données EDGAR — Emissions Database for Global Atmospheric Research) et indice de performance environnementale (IPE) mis au point par le Yale Center for Environmental Law and Policy (YCELP) et le Center for International Earth Science Information Network (CIESIN) de l'Université de Columbia. Chaque variable est normalisée entre 0 et 1 à des fins d'agrégation ;
  - o la notation S est la moyenne de deux variables qui prennent en compte des questions sociales clés : l'indice de développement humain et l'indice d'inégalité de genre, tous deux mis au point par le Bureau du Rapport mondial sur le développement humain du Programme des Nations Unies pour le développement.
- *Notation G pays* est la moyenne de six variables : voix citoyenne et responsabilité ; efficacité des pouvoirs publics ; qualité de la réglementation ; état de droit ; maîtrise de la corruption et stabilité

politique et absence de violence et terrorisme, d'après la base de données des indicateurs de gouvernance mondiaux de la Banque mondiale.

Les statistiques présentées dans le Tableau 2, Panneau C, indiquent qu'en moyenne, les pays dans lesquels les entreprises de notre échantillon sont domiciliées sont relativement bien notés en termes de critères ESG.

#### Caractéristiques financières des entreprises

Les données relatives aux caractéristiques financières des entreprises proviennent de FactSet. Comme l'illustre le Tableau 2, Panneau D, ces caractéristiques incluent la capitalisation boursière (en milliers de dollars), le rendement des actifs, le ratio cours/valeur comptable, le taux de croissance annuel des ventes, le taux de rotation de l'actif (enregistrés au 31 décembre 2013), la volatilité, mesurée par l'écart-type annualisé des rendements quotidiens entre 2009 et 2013, et la dispersion des prévisions des analystes, mesurée par l'écart-type des prévisions des bénéfices par action rapporté à la moyenne de toutes les prévisions des bénéfices, d'après Diether et al. (2002) et Johnson (2004).

Chaque entreprise est également associée à son secteur parmi 10 secteurs communément utilisés : 1 – Finance, 2 – Matériaux, 3 – Industrie, 4 – Biens de consommation discrétionnaire, 5 – Santé, 6 – Technologie, 7 – Énergie, 8 – Communications, 9 – Biens de consommation courante et 10 – Services aux collectivités.

Enfin, sur un échantillon réduit composé d'entreprises qui soumettent un Rapport 13F à la SEC, nous incluons également différents indicateurs relatifs aux participations financières des deux investisseurs dans chaque entreprise :

- *Poids dans portefeuille BR/NF* est le poids que représente l'investissement dans une entreprise donnée au sein du portefeuille global de BlackRock/du Fonds Norvégien ;
- *Participation BR/NF (% de la capitalisation)* est le montant investi dans l'entreprise par BlackRock/le Fonds Norvégien, divisé par la capitalisation boursière de l'entreprise, tel que déclarée au 31 décembre 2013 ;
- *Poids dans portefeuille (moyenne BR NF)* est la moyenne des poids des deux investisseurs ;
- *Participation (moyenne BR NF)* est la moyenne des participations des deux investisseurs.

#### **Opposition des investisseurs au management et externalités**

Notre spécification de base étudie l'opposition des deux investisseurs au management sur les questions liées aux externalités par comparaison aux questions financières et de gouvernance. Les résultats sont présentés dans le Tableau 3. Nous effectuons une régression de la probabilité d'opposition selon que la résolution porte sur des questions E et S et selon plusieurs variables de contrôle. La colonne (1) montre qu'au moins un des deux investisseurs s'oppose plus au management sur les résolutions E et S proposées par les actionnaires. Le coefficient associé à ces questions (1,867) est significativement différent de 0 et significativement différent (probabilité=0.08) du coefficient associé aux questions de gouvernance soulevées par les actionnaires (1,594). L'analyse des effets marginaux montre qu'une résolution portant sur un sujet E ou S augmente la probabilité qu'au moins un des deux actionnaires s'oppose au management d'au moins 60 %. Par comparaison, pour les résolutions d'actionnaires portant sur des questions de gouvernance, la hausse de la probabilité est inférieure à 50 %.

#### *Insérer Tableau 3*

Les colonnes (2) et (3) du Tableau 3 présentent les résultats concernant l'opposition au management par BlackRock et le Fonds Norvégien séparément, en particulier sur les questions liées aux externalités E et S. Les coefficients associés aux variables indiquant qu'une résolution est présentée par un actionnaire, qu'elle porte sur une question E et S ou sur la gouvernance, sont significativement positifs. Cela montre que les deux investisseurs tendent à s'opposer au management davantage sur des résolutions proposées par les actionnaires que sur des résolutions financières. Selon le test de Wald, les coefficients associés aux résolutions de gouvernance soumises par les actionnaires (1,220 pour BlackRock et 1,507 pour le Fonds Norvégien) sont significativement plus élevés (probabilité= 0,00) que pour les résolutions soumises par le management, (respectivement 0,238 et 0,296).

La colonne (2) du Tableau 3 montre que BlackRock s'oppose au management davantage sur des questions portant sur les externalités que sur des questions financières, mais pas plus que sur les résolutions

de gouvernance proposées par les actionnaires (1,030 contre 1,220 respectivement). Les effets marginaux indiquent que, pour BlackRock, le taux d'opposition au management augmente de 13 % pour les résolutions liées aux externalités par rapport aux résolutions financières. La colonne (3) du Tableau 3 montre que le Fonds Norvégien s'oppose davantage au management sur des questions d'externalités que sur des questions financières et sur les résolutions de gouvernance proposées par les actionnaires. Pour le Fonds Norvégien, le coefficient associé aux questions E et S (1,818) est significativement différent de 0 et du coefficient associé aux résolutions de gouvernance proposées par les actionnaires (1,507) (probabilité < 0,04). Les effets marginaux indiquent que, pour le Fonds Norvégien, le taux d'opposition au management augmente de 56 % sur les résolutions liées aux externalités par rapport aux résolutions financières (contre une hausse de 13 % pour BlackRock). Pour les résolutions de gouvernance proposées par les actionnaires, le taux d'opposition du Fonds Norvégien augmente de seulement 44 %.<sup>7</sup> Dans le Tableau 4, nous nous concentrons uniquement sur les entreprises figurant dans les rapports 13F de la SEC qui enregistrent les participations des investisseurs institutionnels. Nous obtenons des résultats similaires lorsque nous prenons en compte les participations des investisseurs dans les entreprises.<sup>8</sup>

#### *Insérer Tableau 4*

Nous étudions également les résolutions des actionnaires qui demandent aux entreprises d'adopter des politiques de lutte contre le changement climatique. Ce type de résolutions appelle par exemple le management à « Rendre compte des risques physiques et financiers liés au changement climatique », « Définir des objectifs quantitatifs pour les émissions de gaz à effet de serre et autres émissions » et « Réexaminer les positions de lobbying à l'égard des politiques publiques en matière de changement climatique ». Pour étudier comment BlackRock et le Fonds Norvégien votent sur les résolutions clairement liées à une externalité, nous incluons une variable qui indique qu'une résolution demandant à l'entreprise d'adopter une politique d'atténuation du changement climatique a été proposée. Aux assemblées générales, ces résolutions sont toujours soumises par les actionnaires et le management s'y oppose systématiquement.<sup>9</sup> Le Tableau 5 présente nos résultats. Nous constatons que le Fonds Norvégien s'oppose au management plus souvent sur des résolutions liées au climat que sur des résolutions liées à d'autres externalités et que sur les résolutions de gouvernance proposées par les actionnaires (probabilité = 0,00). Cela indique que le Fonds Norvégien a clairement tendance à voter en faveur des politiques d'atténuation du changement climatique, malgré les recommandations négatives du management. Pour BlackRock, les résultats sont très différents : BlackRock ne s'oppose pas davantage au management sur les résolutions liées au climat que sur les questions financières (le coefficient associé à la variable indicatrice de la résolution climatique est non significatif). Par ailleurs, BlackRock s'oppose au management sur les résolutions liées au climat moins que sur d'autres résolutions environnementales et sociales et encore moins que sur les résolutions de gouvernance.

#### *Insérer Tableau 5*

### **Conclusion**

Cet article étudie le vote dans les assemblées générales des actionnaires de deux investisseurs emblématiques : BlackRock, un investisseur à vocation financière de grande taille et bien diversifié, et le Fonds Norvégien, un fonds souverain responsable de grande taille et bien diversifié.

Nous constatons que les deux investisseurs s'opposent au management de façon plus significative sur les résolutions des actionnaires sur des questions environnementales et sociales que sur les résolutions financières. Les données semblent donc indiquer l'application de la logique de l'investisseur universel. En outre, nous constatons que le soutien en faveur des résolutions visant à réduire les externalités négatives est plus fort au sein du Fonds Norvégien que chez BlackRock. Cela montre que les incitations liées à la logique de l'investisseur universel sont plus fortes pour le Fonds Norvégien où une logique de philanthropie déléguée est également mise en œuvre. Nos résultats sont similaires avec et sans effets fixes pays, tout comme lorsque nous limitons notre analyse aux assemblées des entreprises pour lesquelles les données relatives aux participations des investisseurs sont disponibles.



Nos résultats sont encore plus significatifs lorsque nous focalisons notre analyse sur les questions relatives au changement climatique. Pour ces questions qui constituent des externalités clairement identifiées, nous constatons que seul le Fonds Norvégien, fortement influencé par la logique de l'investisseur universel et (ou) de la philanthropie déléguée, s'oppose au management dans une tentative de lutter contre le changement climatique.

Notre analyse est limitée par des problèmes de données, notamment du fait que i) nous n'avons pas connaissance des engagements pris en coulisse, ii) nous ne pouvons pas tenir compte de l'impact différentiel des différentes questions ES et iii) nous n'étudions pas les résultats finaux des votes. Des recherches complémentaires sont nécessaires pour s'affranchir de ces limites.

---

<sup>1</sup> « [...] le Comité d'éthique du Fonds Norvégien (Government Pension Fund Global ou GPF) est un organisme indépendant qui émet des recommandations à l'intention de la banque centrale de Norvège, Norges Bank, en vue d'exclure des entreprises du GPF ou de les placer en observation. Le Comité évalue les activités d'une entreprise selon des principes directeurs définis par le ministère des Finances de Norvège. Ces principes directeurs contiennent à la fois des critères d'exclusion liés à certains types de marchandises, tels que la production de tabac ou de certains types d'armes, et des critères d'exclusion liés à leurs pratiques, telles que la corruption, les violations des droits de l'homme et les atteintes à l'environnement. Le Comité est composé de cinq membres et d'un secrétariat de huit personnes. » (Comité d'éthique (2016) p. 7)

<sup>2</sup> Nous nous focalisons sur les actions détenues et votées par BlackRock (fonds actifs et passifs tels que les ETF iShares).

<sup>3</sup> <https://www.nbim.no/en/responsibility/our-voting-records/>.

<sup>4</sup> Les données recueillies en ligne ont été vérifiées manuellement. Nous remercions Thierry Martial Kengne pour sa précieuse collaboration à nos recherches.

<sup>5</sup> <https://www.issgovernance.com/file/policy/2016-us-summary-voting-guidelines-dec-2015.pdf>.

<sup>6</sup> La catégorie « Autres » renvoie à des questions telles que « Ouvrir la séance », « Fermer la séance », « Amender l'article », etc.

<sup>7</sup> Les tests de robustesse incluent des régressions sans effets fixes pays et probit bivarié. Les résultats restent inchangés et sont disponibles sur demande.

<sup>8</sup> Les statistiques descriptives sont disponibles sur demande.

<sup>9</sup> Notre échantillon se concentre uniquement sur les entreprises dans lesquelles des résolutions ont été proposées par les actionnaires pour imposer au management des politiques liées aux externalités. Les entreprises dans lesquelles le management a volontairement mis en œuvre des politiques pour atténuer les externalités négatives sont donc exclues de notre échantillon.

## Références

- Agrawal, A and C Knoeber (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Azar, J (2017): "Portfolio diversification, market power, and the theory of the firm", *IESE Research Papers D/1170*.
- Bach, L and D Metzger (2017): "How do shareholder proposals create value?", *Working Paper*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2247084>.
- Bauer, R, R Braun and M Viehs (2010): "Industry Competition, Ownership Structure and Shareholder Activism", *ECCE Working Paper Maastricht University*.
- Benabou, R and J Tirole (2010): "Individual and corporate social responsibility", *Economica*, 77, 1-19.
- Boot, A, R Gopalan and A Thakor (2006): "The entrepreneur's choice between private and public ownership", *Journal of Finance*, 61, 803-836.
- Boot, A, R. Gopalan and A Thakor (2008): "Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private?", *Journal of Finance*, 63, 2013-2059.
- Chambers, D, E Dimson and A Ilmanen (2012): "The Norway model", *Journal of Portfolio Management*, 38, 67-81.
- Chen, J, H Hong and J Stein (2002): "Breadth of Ownership and Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 66, 2-3, 171-205.
- Cheng, I-H, H Hong and K Shue (2013): "Do Managers Do Good with Other Peoples' Money?", Chicago Booth Research Paper 12-47.
- Cunat, V, M Gine and M Guadalupe (2012): "The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value", *Journal of Finance*, 67, 1943-1977.
- Diether, K, C Malloy and A Scherbina (2002): "Differences of opinion and the cross section of stock returns", *Journal of Finance*, 57, 2113-2141.
- Dimson, E, I Kreutzer, R Lake, H Sjo, and L Starks (2013): "Responsible investment and the Norwegian government pension fund global", *Norwegian Ministry of Finance Strategy Council (Main report)*.
- Edmans, A and G Manso (2011): "Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders", *Review of Financial Studies*, 24, 2395-2428.
- Fichtner, J, E Heemskerk and J Garcia-Bernardo (2017): "Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk", *Business and Politics*, 19, 298-326.
- Flammer, C (2015): "Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach", *Management Science*, 61, 2549-2568.
- Flammer, C and P Bansal (2018): Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity, *Strategic Management Journal*, 38, 1827-1847.
- Hawley, J and A Williams (2000): "The emergence of universal owners: Some implications of institutional equity ownership", *Challenge*, 43, 43-61.
- Hong, H, J Kubik and J Scheinkman (2012): "Financial Constraints on Corporate Goodness", *NBER Working Paper*, no 18476.
- Laffont, JJ (1987): "Externalities" in J Eatwell, M Milgate and P Newman (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan.
- Mattison, R, M Trevitt and L Van Ast (2011): "Universal ownership : Why environmental externalities matter to institutional investors", Principles for Responsible Investment and UNEP Finance Initiative.
- Monks, R and N Minnow (1995): *Corporate Governance*, Cambridge, Basil Blackwell.
- Morgan, J and J Tumlinson (2012): "Corporate provision of public goods", *Working Paper, University of California Berkeley*.

**Tableau 1 : Résolutions votées et taux d'opposition au management**

	nbre de résolutions votées	Taux d'opposition au management		Taux d'opposition au management en fonction du déposant de la résolution			
		BlackRock	Fonds Norvégie n	BlackRock		Fonds Norvégien	
				Manageme nt	Actionnair es	Manageme nt	Actionnair es
<b>E</b>	69	4 %	49 %	-	4 %	-	49 %
<b>Bien-être animal</b>	2	0 %	50 %	-	0 %	-	50 %
Expérimentation animale	1	0 %	0 %	-	0 %	-	0 %
Politiques sur le bien-être animal	1	0 %	100 %	-	0 %	-	100 %
<b>Climat</b>	24	4 %	83 %	-	4 %	-	83 %
Changement climatique et émissions de gaz à effet de serre	24	4 %	83 %	-	4 %	-	83 %
<b>Environnement et développement durable</b>	34	0 %	23 %	-	0 %	-	23 %
Fracturation hydraulique	3	0 %	67 %	-	0 %	-	67 %
Sûreté nucléaire	15	0 %	0 %	-	0 %	-	0 %
Reporting environnemental	16	0 %	50 %	-	0 %	-	50 %
<b>Autres</b>	9	22 %	33 %	-	22 %	-	33 %
<b>S</b>	257	8 %	26 %	6 %	9 %	7 %	49 %
<b>Questions concernant les consommateurs</b>	10	10 %	10 %	-	10 %	-	10 %
Ingrédients génétiquement modifiés	8	13 %	13 %	-	13 %	-	13 %
Autres responsabilités vis-à-vis des consommateurs	2	0 %	0 %	-	0 %	-	0 %
<b>Diversité</b>	11	9 %	73 %	-	9 %	-	73 %
Diversité au sein du conseil d'administration	4	25 %	75 %	-	25 %	-	75 %
Discrimination	1	0 %	0 %	-	0 %	-	0 %
Orientation sexuelle	6	0 %	83 %	-	0 %	-	83 %
<b>Questions générales concernant l'entreprise</b>	40	22 %	22 %	23 %	0 %	23 %	0 %
Contributions à des œuvres caritatives	40	22 %	22 %	23 %	0 %	23 %	0 %
<b>Droits de l'homme</b>	20	10 %	35 %	-	10 %	-	35 %
Propositions liées aux droits de l'homme	20	10 %	35 %	-	10 %	-	35 %
<b>Activités politiques</b>	176	4 %	24 %	0 %	9 %	1 %	55 %
Lobbying	29	10 %	38 %	-	10 %	-	38 %
Contributions à des partis politiques	147	3 %	21 %	0 %	9 %	1 %	65 %
<b>G</b>	28 396	3 %	8 %	3 %	12 %	8 %	36 %
<b>Pratiques d'audit et gestion des risques</b>	3 113	2 %	7 %	2 %	0 %	7 %	8 %
Pratiques d'audit	3 111	2 %	7 %	2 %	0 %	7 %	9 %
Gestion des risques	2	0 %	0 %	-	0 %	-	0 %
<b>Responsabilité et réactivité du conseil d'administration</b>	18	0 %	11 %	0 %	0 %	0 %	20 %
Capacité à révoquer les membres du conseil d'administration	13	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Transparence fiscale	5	0 %	40 %	0 %	0 %	0 %	100 %
<b>Indépendance du conseil d'administration</b>	51	18 %	88 %	100 %	16 %	100 %	88 %
Activités concurrentielles des membres du conseil d'administration	1	100 %	100 %	100 %	-	100 %	-
Indépendance du président et des membres du conseil d'administration	50	16 %	88 %	-	16 %	-	88 %
<b>Structure du conseil d'administration</b>	20 557	2 %	7 %	2 %	5 %	7 %	7 %
Nomination	20 143	2 %	7 %	2 %	0 %	7 %	1 %
Composition du conseil d'administration	167	1 %	2 %	1 %	0 %	1 %	38 %
Autres propositions liées au conseil d'administration	86	9 %	10 %	1 %	47 %	3 %	47 %

Transaction entre parties liées	161	1 %	6 %	1 %	-	6 %	-
<b>Compensation/Rémunération</b>	4 462	5 %	11 %	5 %	2 %	11 %	47 %
Rémunération des employés	1 606	6 %	11 %	6 %	0 %	11 %	15 %
Rémunération des dirigeants	2 856	4 %	12 %	4 %	3 %	10 %	53 %
<b>Droits des actionnaires</b>	195	27 %	33 %	21 %	35 %	20 %	49 %
Convoquer une assemblée extraordinaire	20	20 %	40 %	0 %	33 %	0 %	67 %
Droit d'accès aux procurations	22	36 %	41 %	0 %	47 %	0 %	53 %
Mesures de défense contre les OPA	87	33 %	25 %	29 %	53 %	26 %	20 %
Formalités de vote	66	18 %	38 %	8 %	24 %	12 %	54 %
Questions financières	5 716	3 %	5 %	3 %	6 %	5 %	26 %
Autres	944	4 %	6 %	4 %	1 %	6 %	7 %
Total	35 382	3 %	8 %	3 %	9 %	7 %	34 %

**Tableau 2 : Synthèse des statistiques**

Variable	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
<b>Panneau A : Mesures d'approbation</b>					
BR ou NF s'oppose	35 382	0,087	0,282		
BR s'oppose	35 382	0,027	0,163		
NF s'oppose	35 382	0,078	0,268		
<b>Panneau B : Caractéristiques des résolutions</b>					
Proposition des actionnaires	35 382	0,023	0,150		
Résolution ES	35 382	0,009	0,096		
Résolution G	35 382	0,803	0,398		
Résolution climat	35 382	0,001	0,026		
Résolution ES hors climat	35 382	0,009	0,092		
<b>Panneau C : Notations ESG pays et entreprise</b>					
Notation ES pays	35 382	0,619	0,058	0,360	0,690
Notation G pays	35 382	0,783	0,122	0,140	0,950
Notation ES entreprise	35 382	4,913	1,486	0,500	9,950
Notation G entreprise	35 382	6,567	2,683	0,000	10 000
<b>Panneau D : Caractéristiques des entreprises</b>					
Capitalisation boursière	35 382	14 923,470	32 209,350	47 700	439 000 000
Rendement des actifs	35 382	4,575	8,343	-99,5	189 000
Ratio cours/valeur comptable	35 382	3,837	32,693	0,192	1 540 000
Croissance des ventes	35 382	0,218	4,702	-1,04	177 000
Rotation de l'actif	35 382	0,790	0,698	0,000	9,390
Volatilité	35 382	38,551	13,022	14,038	202,924
Dispersion des analystes	35 382	0,130	1,016	-54,22	27,678

**Tableau 3 : Opposition au management avec effets fixes pays et secteur**

	Coefficients probit			Effets marginaux		
	(1) BR ou NF s'oppose	(2) BR s'oppose	(3) NF s'oppose	(1) BR ou NF s'oppose	(2) BR s'oppose	(3) NF s'oppose
Proposition actionnaire * Résolution ES	1,867***	1,030***	1,818***	0,591***	0,132***	0,559***
Proposition management * Résolution ES	0,089	0,433**	0,146	0,014	0,033*	0,022
Proposition actionnaire * Résolution G	1,594***	1,220***	1,507***	0,485***	0,179***	0,435***

Proposition management * Résolution G	0,327***	0,238***	0,296***	0,041***	0,010***	0,035***
Notation ES pays	-2,768***	-5,333***	-2,195***	-0,398***	-0,259***	-0,291***
Notation G pays	1,108***	1,751***	0,900***	0,159***	0,085***	0,119***
Notation ES entreprise	-0,018	-0,026	-0,016	-0,003	-0,001	-0,002
Notation G entreprise	-0,038***	-0,040***	-0,036***	-0,005***	-0,002***	-0,005***
Capitalisation boursière	-0,048***	-0,056**	-0,048***	-0,007***	-0,003**	-0,006***
Rendement des actifs	-0,011	-0,085*	0,009	-0,002	-0,004*	0,001
Ratio cours/valeur comptable	0,004	-0,010 4	0,003	0,001	-0,001	0,000
Croissance des ventes	0,015	-0,012	0,017	0,002	-0,001	0,002
Rotation de l'actif	-0,026	-0,011	-0,028	-0,004	-0,001	-0,004
Volatilité	-0,048**	-0,091***	-0,037*	-0,007**	-0,004***	-0,005*
Dispersion des analystes	0,001	-0,013	0,003	0,000	-0,001	0,000
Effets fixes secteur	oui	oui	oui	oui	oui	oui
Effets fixes pays	oui	oui	oui	oui	oui	oui
Observations	35 382	35 382	35 382	35 382	35 382	35 382
Pseudo R2	0,062	0,085	0,058	0,062	0,085	0,058

Dans les tableaux 3 à 5, les erreurs-type sont regroupées au niveau de l'entreprise.

\*, \*\* et \*\*\* indiquent une signification statistique de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

**Tableau 4 : Opposition au management : échantillon réduit**

	Coefficients probit					
	(1) BR ou NF s'oppose	(2) BR s'oppose	(3) NF s'oppose	(4) BR ou NF s'oppose	(5) BR s'oppose	(6) NF s'oppose
Proposition actionnaire * Résolution ES	0,728***	0,471*	0,693***	0,722***	0,459*	0,689***
Proposition management * Résolution ES	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Proposition actionnaire * Résolution G	1,015***	0,703***	0,834***	1,020***	0,709***	0,837***
Proposition management * Résolution G	-0,985***	-0,816***	-0,961***	-0,984***	-0,813***	-0,960***
Notation ES pays	-56,961***	10,192	-54,133***	-56,969***	10,283	-54,076***
Notation G pays	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Notation ES entreprise	-0,005	0,041	-0,005	-0,006	0,038	-0,006
Notation G entreprise	-0,015	-0,032	-0,006	-0,015	-0,032	-0,005
Poids de l'entreprise dans le portefeuille	N/A	N/A	N/A	10,242	15,563	9,467
Participation dans l'entreprise (% de la capitalisation)	N/A	N/A	N/A	-0,756	-0,988	-0,432
Capitalisation boursière	-0,077***	-0,054**	-0,066***	-0,079***	-0,057**	-0,067***
Rendement des actifs	-0,004	-0,243*	0,010	-0,007	-0,257*	0,007
Ratio cours/valeur comptable	-0,003	-0,299	-0,002	-0,003	-0,321	-0,002
Croissance des ventes	-0,481	1,275*	-0,639	-0,476	1,282*	-0,630
Rotation de l'actif	0,214***	-0,194*	-0,193***	0,209***	-0,186*	-0,191***
Volatilité	-0,088*	-0,221**	-0,076	-0,086*	-0,221**	-0,076
Dispersion des analystes	-0,012	0,008	-0,014	-0,012	0,008	-0,013
Effets fixes secteur	oui	oui	oui	oui	oui	oui
Observations	6 037	5 648	6 037	6 037	5 648	6 037
Pseudo R2	0,143	0,181	0,130	0,143	0,182	0,131

**Tableau 5 : Opposition au management : résolutions climatiques**

	Coefficients probit		
	(1) BR ou NF s'oppose	(2) BR s'oppose	(3) NF s'oppose
Proposition actionnaire * Résolution climat	2,785***	0,720	2,806***
Proposition actionnaire * Résolution ES hors climat	1,754***	1,063***	1,694***
Proposition management * Résolution ES hors climat	0,088	0,435**	0,145
Proposition actionnaire * Résolution G	1,594***	1,219***	1,507***
Proposition management * Résolution G	0,327***	0,238***	0,297***
Notation ES pays	-2,777***	-5,331***	-2,205***
Notation G pays	1,107***	1,752***	0,899***
Notation ES entreprise	-0,018	-0,026	-0,016
Notation G entreprise	-0,038***	-0,040***	-0,036***
Capitalisation boursière	-0,048***	-0,056**	-0,048***
Rendement des actifs	-0,011	-0,085*	0,009
Ratio cours/valeur comptable	0,004	-0,010	0,003
Croissance des ventes	0,015	-0,012	0,017
Rotation de l'actif	-0,025	-0,011	-0,028
Volatilité	-0,048**	-0,091***	-0,037*
Dispersion des analystes	0,001	-0,013	0,003
Effets fixes secteur	oui	oui	oui
Effets fixes pays	oui	oui	oui
Observations	35 382	35 367	35 382
Pseudo R2	0,062	0,085	0,058