

Les actionnaires responsables, minoritaires mais influents ?

ÉTUDE DE L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL CHEZ TOTALENERGIES

Léo Denis¹

Nicolas Mottis²

Résumé : Dans le contexte des grands challenges auxquels nous faisons face, certains actionnaires poussent les entreprises à développer des stratégies de durabilité (ou « ESG ») robustes, notamment via des pratiques d'engagement actionnarial. Cet article explore ces pratiques et leur effet à travers le cas de différentes coalitions d'investisseurs engageant TotalEnergies SE (major pétrolière française). Nous montrons comment ces actionnaires minoritaires peuvent exercer une influence significative sur les stratégies de durabilité des entreprises en catalysant la pression externe exercée par leurs parties prenantes, notamment grâce à des mécanismes de collaboration précis permettant d'éviter les ingérences et pressions des dirigeants. Le « succès » de ces démarches est néanmoins ambigu et doit être analysé à la lumière de l'impact sociétal à long terme de la société ciblée. Cette ambiguïté ne doit donc pas éclipser le rôle du régulateur dans la transition environnementale et sociale.

Mots-clés : Engagement actionnarial, gouvernance d'entreprise, collaboration, stratégie d'entreprise, Say on Climate, étude de cas

Responsible shareholders: an influential minority?

THE CASE OF SHAREHOLDER ENGAGEMENT WITH TOTALENERGIES

Abstract: In the context of the major challenges we face, some shareholders are pushing companies to develop robust sustainability (or “ESG”) strategies, notably through shareholder engagement practices. This article explores these practices and their effectiveness through the case of different coalitions of investors engaging TotalEnergies SE (a French oil major). We show that these minority shareholders can have a significant influence on corporate sustainability strategies by catalyzing the external pressure exerted by its stakeholders, notably through precise collaboration mechanisms that avoid interference and pressure from management. The “success” of these approaches is nevertheless ambiguous and must be analyzed in the light of the target company's long-term societal impact. This ambiguity should not overshadow the regulator's role in environmental and social transition.

Keywords: Shareholder Engagement, Corporate Behavior, Collaboration, Climate change adaptation, Say on Climate, Case Study

¹ i3-CRG, École polytechnique, CNRS, Institut Polytechnique de Paris, Palaiseau, France

² i3-CRG, École polytechnique, CNRS, Institut Polytechnique de Paris, Palaiseau, France

« *We focus on sustainability not because we're environmentalists, but because we are capitalists and fiduciaries to our clients* » écrivait en 2022 Larry Fink, PDG de Blackrock, l'un des plus grands gérants d'actifs au monde. Si l'action climatique en assemblée générale était autrefois réservée aux associations militantes, on observe depuis plusieurs « saisons » un changement de posture d'un nombre significatif d'investisseurs évoluant du capitalisme libéral « *greed is good* » vers le « *stakeholder capitalism* ». Ces derniers utilisent leurs pouvoirs d'actionnaires pour influencer la stratégie des entreprises pour répondre aux enjeux environnementaux et sociaux contemporains. Ces pratiques sont regroupées sous le terme « d'engagement actionnarial » (Serret et Loher-Delalune, 2021) et sont souvent opposées aux pratiques d'exclusion. Malgré une croissance importante des fonds ISR (Investissement Socialement Responsable) qui opèrent l'engagement et de l'importance moderne des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG »), leur impact sociétal reste incertain. Les travaux empiriques existants montrent certaines améliorations sur les scores ESG des entreprises ou leurs pratiques de reporting (Barko *et al.*, 2021 ; Dimson *et al.*, 2015 ; Flammer *et al.*, 2021) mais ne s'intéressent qu'à des demandes ponctuelles en assemblée générale et ne permettent pas d'appréhender les évolutions du comportement de l'entreprise sur le long terme (Mottis et Denis, 2023). En particulier, le potentiel impact sociétal de l'engagement dépend largement de la formulation des demandes et de leur négociation privée avec les dirigeants (Logsdon et Van Buren, 2009). Le développement de l'engagement chez un grand nombre d'investisseurs devrait également améliorer son efficacité, à condition qu'ils collaborent de manière stratégique (Slager *et al.*, 2023). Dans ce contexte, comment les investisseurs responsables s'organisent-ils pour influencer substantiellement les stratégies de durabilité des entreprises ?

Cet article explore cette question à travers une étude de cas longitudinale sur le marché français, appréhendée via 26 entretiens (auprès d'investisseurs, de leurs conseils, de la société civile et de l'entreprise ciblée), deux séances d'observation participante et des données secondaires (presse, documents d'AG, etc.). Elle couvre trois années (2020, 2021 et 2022) et se concentre sur les processus d'engagement initiés par différents investisseurs auprès de la *major* pétrolière TotalEnergies concernant sa stratégie climatique. Au cours du printemps 2020, une coalition d'investisseurs ISR a réussi à présenter au vote en assemblée générale une résolution concernant les objectifs climatiques de l'entreprise. À la surprise générale, cette résolution a recueilli 17 % de votes favorables. Elle a aussi fait l'objet d'une forte abstention (11 %), notamment de la part de grands actionnaires internationaux qui ne voulaient ni l'approuver (et apparaître comme critiquant l'entreprise) ni la rejeter (et apparaître comme ne soutenant pas les objectifs climatiques liés à l'Accord de Paris). Les années suivantes (2021, 2022, 2023 et 2024) ont également été marquées par le dynamisme important des échanges entre les actionnaires et les dirigeants de TotalEnergies sur les enjeux climatiques. Nous proposons donc via cet article de revenir sur les éléments techniques et organisationnels clés de ces événements.

Ce cas est particulièrement emblématique et riche d'un point de vue empirique. Tout d'abord, TotalEnergies est l'une des plus importantes *majors* pétrolières au monde, dont la stratégie climatique est régulièrement critiquée bien qu'elle soit l'une des plus abouties du secteur. Cette stratégie a été influencée par un long engagement impliquant plusieurs coalitions d'actionnaires et leurs conseils, des ONG, et le régulateur. Ces derniers ont opéré dans le contexte institutionnel français, souvent pionnier sur les sujets de finance durable mais particulièrement contraignant d'un point de vue juridique. Il a également soulevé de nombreuses questions techniques et a conduit à des prises de position fortes de certains investisseurs, du régulateur (Autorité des Marchés Financiers), de groupes d'experts (Haut Comité Juridique de Place) et à des propositions parlementaires concernant les *Say on Climate*³. Enfin, il ouvre un débat plus général sur la répartition de la responsabilité sociétale des gouvernements, des investisseurs, des entreprises et des consommateurs en ce qui concerne les émissions de gaz à effet de serre (GES), l'alignement sur l'Accord de Paris et le réchauffement climatique en général.

³Résolution soumise par l'entreprise au vote des actionnaires lors de son assemblée générale (AG), visant à recueillir l'avis des actionnaires sur la stratégie climatique de l'entreprise et/ou sa mise en œuvre (FIR).

Nous montrons dans cette étude comment des actionnaires minoritaires peuvent avoir un impact substantiel sur les pratiques d'une société grâce à des mécanismes de collaboration précis, en catalysant la pression externe exercée par l'ensemble des parties prenantes. Nous analysons les caractéristiques de cette collaboration et mettons en évidence certains mécanismes importants pour son succès. Le comportement des dirigeants des entreprises visées influence grandement le résultat de l'engagement. Ces derniers peuvent jouer sur des conflits d'intérêt et de loyauté pour perturber les coalitions, et les investisseurs doivent donc gérer ces risques. Le développement rapide des activités d'engagement amène également une certaine forme de *coopétition*⁴ vertueuse entre les actionnaires responsables, qui semble améliorer l'efficacité de cette approche. Enfin, nous apportons un éclairage sur l'épineuse question de l'efficacité de ces initiatives : une résolution externe adoptée à 98 % peut-elle être qualifiée de succès si elle n'engendre pas un changement substantiel du comportement de l'entreprise, et in fine une amélioration de son empreinte sociétale ?

Nous soutenons enfin l'idée que l'engagement est un processus de long terme (dans notre cas, il se poursuit toujours) dont l'efficacité doit être appréciée à partir du comportement à long terme des cibles et de leur impact sociétal, et non sur le résultat d'un vote lors d'une assemblée générale. Cela tranche avec la littérature existante qui a tendance à prendre un engagement comme un « succès » dès que les demandes des investisseurs sont satisfaites, sans toujours considérer leur pertinence sociétale (Chuah et al., 2024).

1. Revue de littérature

Les investisseurs ISR ont recours à deux leviers pour influencer le comportement des entreprises sur les enjeux ESG (Crifo et Mottis, 2016 ; Kölbel *et al.*, 2020) :

- le fléchage des capitaux vers les secteurs ou les entreprises les plus vertueux en matière ESG (le « screening », Pástor et al., 2021), et,
- l'engagement actionnarial, consistant à utiliser les pouvoirs d'actionnaires pour influencer le comportement d'une entreprise sur les sujets ESG, et en particulier climatiques (Dimson *et al.*, 2015 ; McLaren, 2004).

Nous nous intéressons dans cet article à ce second mécanisme. La suite de cette revue de littérature se concentrera donc sur les dynamiques organisationnelles de l'engagement actionnarial.

1.1 Les dynamiques organisationnelles des coalitions d'actionnaires : processus, outils et collaboration

Un processus d'engagement peut être résumé en trois étapes : l'identification de la cible et de la problématique à résoudre, l'exécution de l'engagement et la mesure du résultat (Chuah et al., 2024; Goodman et al., 2014). L'organisation et la planification de ce processus sont des prérequis importants à son succès (Slager *et al.*, 2023). Les investisseurs ont tendance à cibler les entreprises en fonction de leur niveau de performance ESG (Goodman *et al.*, 2014) et, dans le cas des engagements sur des questions environnementales, plutôt les grandes entreprises les plus émettrices de GES et les moins actives en R&D (Diaz-Rainey *et al.*, 2024).

Il peut être mené de manière publique (dépôt de résolution ou interactions en AG, confrontation médiatique ou judiciaire) ou privée (lettres et négociations bilatérales). C'est souvent lors de ces échanges privés que se matérialisent les accords entre les parties, en faisant un moment clé du processus (Logsdon et Van Buren, 2009). Ces démarches sont complémentaires : le dépôt (ou la

⁴ Collaboration entre organisations concurrentes dans l'espoir de résultats mutuellement bénéfiques, parfois dans le cadre d'un projet spécifique.

menace de dépôt) d'une résolution peut déclencher une série d'échanges privilégiés entre la direction de l'entreprise et les déposants, ou la résolution peut être utilisée en dernier recours en cas d'échec d'un engagement privé (Proffitt et Spicer, 2006 ; Rehbein *et al.*, 2013 ; Tkac, 2006).

L'engagement est une démarche coûteuse (McLaren, 2004) et la collaboration en est un facteur de réussite important (Dimson *et al.*, 2021). Le regroupement des actionnaires activistes au sein de coalitions permet d'accroître leur capacité d'action (mise en commun de ressources, de connaissances), leur légitimité et leur influence auprès de l'entreprise ciblée (Gond et Piani, 2013). Les caractéristiques organisationnelles de ces coalitions influencent leur succès. Elles sont généralement structurées avec un actionnaire « lead » expérimenté et ancré dans le contexte local de l'entreprise (Slager *et al.*, 2023) coordonnant l'engagement et le dialogue avec la cible, et un « groupe de soutien » passif (Dimson *et al.*, 2021). Comme tout phénomène collaboratif, les coalitions d'actionnaires sont sujettes aux problèmes classiques de *free riding* (Artiga González et Calluzzo, 2019), amplifiés par les nouveaux enjeux de communication des gérants d'actifs (Serret et Loher-Delalune, 2021). Dans ce contexte, les ONG favorisent l'émergence des coalitions en jouant un rôle « d'incubateur », diminuant les coûts de collaboration et d'information, et cristallisant l'échange entre les actionnaires (Gond et Piani, 2013).

1.2 Le comportement des dirigeants, le cadre réglementaire et l'efficacité des processus d'engagement

L'effet de l'engagement dépend de la volonté des dirigeants de réaliser les actions nécessaires pour adresser les enjeux soulevés par les activistes. Ils sont plus enclins à négocier avec des parties prenantes influentes (Barko *et al.*, 2021 ; Dimson *et al.*, 2015 ; McWilliams, 2001). L'engagement peut donc avoir deux effets sur les dirigeants : un impact disciplinant direct, ou simplement un effet de signal pour le marché (David *et al.*, 2007). D'une part, il peut attirer l'attention des dirigeants sur une « anomalie » dans la gestion de l'entreprise, potentiellement préjudiciable, et les mener à prendre des mesures pour la résoudre et améliorer la performance de l'entreprise (effet disciplinant) (Bauer *et al.*, 2022 ; Johnson et Greening, 1999). D'autre part, il envoie un signal négatif aux autres parties prenantes en révélant cette anomalie (effet de marché). Les dirigeants informés et ne souhaitant pas traiter le sujet peuvent résister à cette pression extérieure et défendre le statu quo initial en niant le problème, en minimisant leur part de responsabilité (Vandekerckhove *et al.*, 2008), ou en prenant les mesures strictement nécessaires pour enrayer le signal négatif. Par exemple, les dirigeants des *majors* pétrolières utilisent plusieurs contre-arguments (transfert de la responsabilité vers les consommateurs, etc.) pour décrédibiliser les demandes des actionnaires sur les sujets climatiques (Tillotson *et al.*, 2023).

Enfin, les travaux empiriques (Barko *et al.*, 2021 ; Bauer *et al.*, 2022 ; Dimson *et al.*, 2015, 2021 ; Dyck *et al.*, 2019 ; Hoepner *et al.*, 2021) mettent en évidence un effet positif de l'engagement sur la performance ESG et les pratiques de reporting extra-financier des entreprises ciblées (Flammer *et al.*, 2021 ; Ilhan *et al.*, 2023). Ils soulignent également plusieurs éléments clés influençant leur succès : le coût de la réforme demandée, le niveau de détention des actionnaires activistes, le niveau de risque réputationnel lié à la controverse, et l'expérience antérieure de processus d'engagement. Le contexte réglementaire influence aussi largement l'émergence et le déroulement de l'engagement (Cools, 2024). Comme nous le verrons dans le cas, les actionnaires activistes utilisent des moyens détournés (requêtes implicites, modification des statuts, résolutions consultatives) pour éviter ces contraintes. En France, la réglementation est particulièrement contraignante pour les investisseurs et est régulièrement utilisée par les dirigeants pour entraver le dialogue (cf annexe 1). Une des limites de ces études est qu'elles considèrent un engagement comme « réussi » lorsque l'entreprise a intégré la demande des investisseurs dans ses pratiques, sans nécessairement en considérer l'ambition (Mottis & Denis, 2023).

Si ces travaux nous permettent de comprendre les principaux aspects des processus organisationnels liés aux démarches d'engagement, nous identifions plusieurs raisons justifiant leur approfondissement. Tout d'abord, le contexte de l'engagement actionnarial a évolué rapidement : les questions environnementales et sociales sont devenues des enjeux majeurs pour le développement économique des entreprises. Cette prise de conscience générale peut influencer la manière dont l'engagement est mené, soutenu par les actionnaires, et reçu par les dirigeants. Ensuite, l'institutionnalisation progressive de ces pratiques peut amener des tensions entre logique de coopération et stratégies de différenciation des gérants, dont l'influence reste à étudier. Cette institutionnalisation s'opère également dans le contexte francophone (Ginglinger, 2021 ; Miloud et Cabrol, 2023 ; Serret et Berthelot, 2013). Enfin, la plupart des études existantes se concentrent sur des campagnes ponctuelles et leurs effets immédiats ; notre étude, en observant une dynamique d'engagement sur plusieurs années, permet d'analyser ses effets sur le long terme.

2. Le cas : l'engagement actionnarial avec TotalEnergies en 2020-22

Encadré 1 : Méthodologie de l'étude de cas

Nous étudions ces questions au travers des processus d'engagement menés par certains actionnaires auprès de TotalEnergies sur les années 2020 à 2024, dans une démarche compréhensive (Dumez, 2016). L'étude de cas compréhensive est particulièrement utile pour appréhender des processus organisationnels dans leur contexte réel et révéler les interactions et mécanismes organisationnels entre ses principaux acteurs.

Les données collectées sont issues (i) de 26 entretiens semi-structurés menés avec les acteurs des séquences d'engagement (la liste des interviewés disponible en annexe), (ii) d'une analyse des documents de presse, de documents officiels produits par TotalEnergies, de sites internet d'investisseurs et d'analyses publiées par leurs conseillers et des ONG, et (iii) de l'observation participante de deux réunions d'investisseurs. Nos entretiens couvrent la période 2020 – 2022 et nous proposons en annexe 4 un récapitulatif des années 2023 et 2024.

Bien que les entretiens puissent être biaisés par des points de vue individuels, la diversité des acteurs interviewés (actionnaires, entreprise, conseils, ONGs) et la collecte de données secondaires permettent de trianguler nos analyses et d'atténuer ce risque.

2.1 Présentation de TotalEnergies et grille de lecture technique du cas

Les énergéticiens, en raison de leur contribution aux émissions de GES et de leur exposition aux risques de transition, sont des cibles privilégiées d'engagement actionnarial. Parmi eux, TotalEnergies SE (ex-Total) occupe une position centrale en Europe. Elle est l'un des principaux pétroliers mondiaux, réalisant 206 Mds d'euros de chiffre d'affaires (2024), dont 90 % liés aux activités fossiles.

Les spécificités du contexte institutionnel français rendent ce cas d'autant plus intéressant à étudier. La place financière française est souvent présentée comme pionnière en matière de finance durable (Crifo et Mottis, 2016) : adoption de textes réglementaires exigeants en matière de transparence ESG et responsabilité des entreprises et des investisseurs (Article 173 de la loi Transition Énergétique en 2015, loi PACTE en 2019, etc.), et animation de réseaux professionnels structurants sur ces thématiques (FIR, etc.). Pour autant, le droit français des sociétés reste protecteur à l'égard des dirigeants et des conseils d'administration, et rend l'expression actionnariale directe plus difficile que dans d'autres juridictions comme le Royaume-Uni ou les États-Unis. Par exemple, les actionnaires déposant des résolutions doivent franchir des seuils élevés de détention (0,5 %) et sont soumis à la validation du conseil d'administration, ce qui en limite l'usage. Cette tension entre ambition de durabilité et verrouillage légal du pouvoir managérial rend les stratégies d'engagement particulièrement incertaines.

Ce cas cristallise donc de nombreux enjeux : entreprise systémique à fort impact climatique, acteur stratégique dans un pays à la fois moteur sur les questions de finance durable mais disposant d'une juridiction contraignante sur l'activisme actionnarial. Son analyse permet d'éclairer les dynamiques d'engagement actionnarial, les formes de coordination qui le rendent possible, ainsi que les jeux de pouvoir façonnant les postures de responsabilité sociétale des grandes entreprises françaises.

Chiffres clés de TotalEnergies (2023)

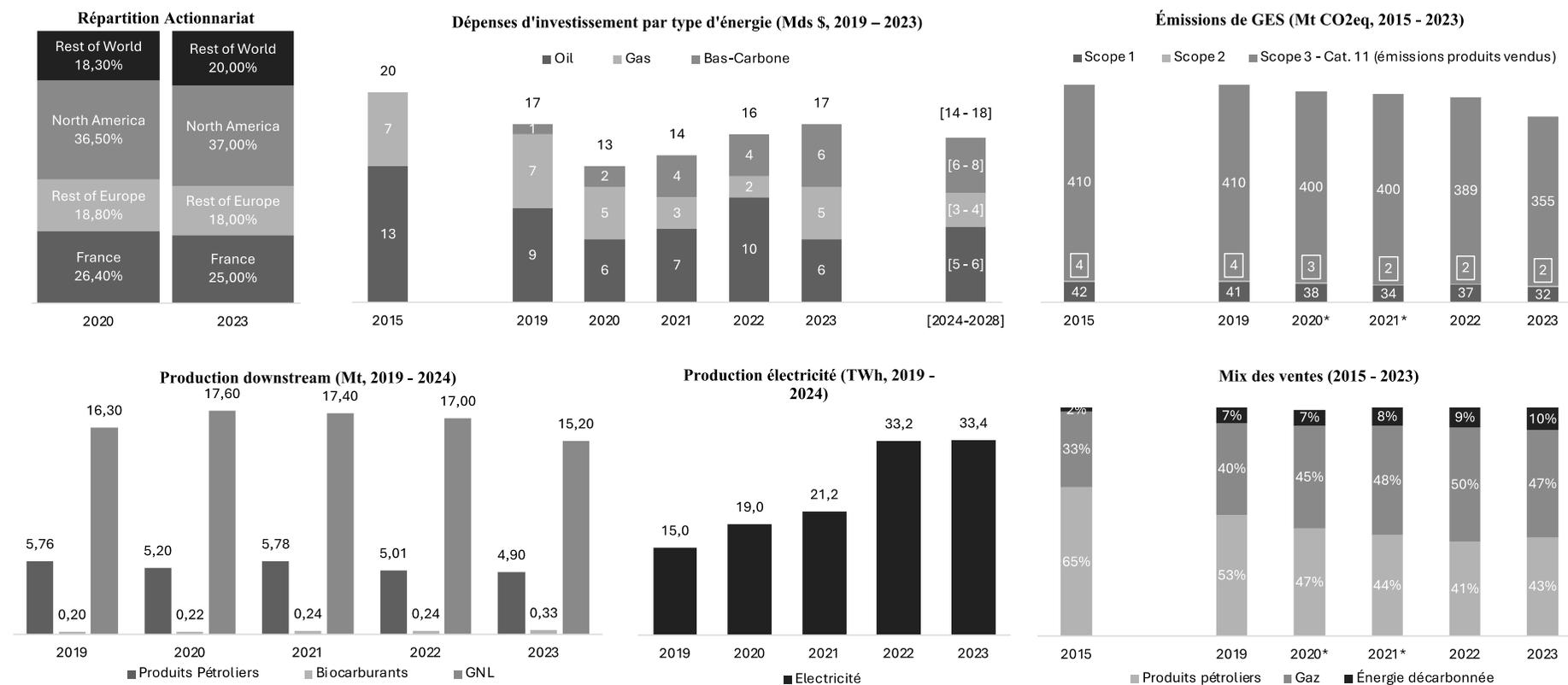


Figure 1 : Chiffres clés de TotalEnergies

Note : 90 % de l’empreinte carbone de TotalEnergies provient des émissions indirectes liées à l’usage de ses produits (Scope 3). Depuis 2019, la société se positionne comme un acteur « multi-énergies », avec 33 % de ses investissements futurs prévus dans les renouvelables. Elle poursuit toutefois l’exploration fossile (50 % des investissements *Oil & Gas*), tout en réduisant la part des produits pétroliers au profit du GNL. Son empreinte carbone a diminué de 14 % depuis 2015.

Pour analyser la stratégie environnementale de l'entreprise et les demandes de parties prenantes, nous mobilisons trois dimensions liées (Dahlmann *et al.*, 2019) : le scope de calcul des émissions, la trajectoire de réduction, et la politique d'investissement de l'entreprise.

Le *périmètre* des émissions de GES (ou « scope »). Les scopes 1 et 2 couvrent respectivement les émissions directes des activités de l'entreprise et les émissions indirectes liées à la consommation d'énergie. Le scope 3 englobe les autres émissions indirectes, notamment celles générées par l'usage des produits vendus, qui représentent environ 90 % de l'empreinte carbone de TotalEnergies. Les objectifs pris par l'entreprise (à date de 2025) sont récapitulés dans le Tableau 2. Ces engagements combinent plusieurs modalités de mesure qui rendent leur interprétation complexe : en intensité (par unité de production par exemple) ou en absolu, en brut ou en net. Le scope 3, par exemple, n'est couvert que via un objectif d'intensité (-25 %). Or, compte tenu de la croissance prévue, cela correspond à une hausse absolue estimée des émissions d'environ +12 % à l'horizon 2030 (Reclaim Finance, 2024).

Année Référence	Année Cible	Objectif réduction	Net	Périmètre géographique	Périmètre des émissions	Type d'émission
2020	2025	-60 %	Non	Monde	Méthane Scope 1+2, opéré	Absolu
2020	2030	-80 %	Non	Monde	Méthane Scope 1+2, opéré	Absolu
2015	2025	-19,6 %	Oui	Monde	Scope 1+2, opéré	Absolu
2015	2030	-40 %	Oui	Monde	Scope 1+2	Absolu
2015	2025	-17 %	Non	Monde	Scope 1 +2 +3 (Cycle de vie)	Intensité
2015	2030	-25 %	Non	Monde	Scope 1 +2 +3 (Cycle de vie)	Intensité

Tableau 2 : Objectifs climatiques de TotalEnergies (Source : Sustainability & Climate Report, 2025)

La notion de *trajectoire* de réduction renvoie à l'évolution d'ici 2050. Les demandes ne concernent pas seulement la neutralité carbone en 2050, mais aussi le rythme de réduction permettant de respecter un budget carbone planétaire. Cela implique la fixation d'objectifs intermédiaires (2025, 2030, etc.), qui sont également cohérents avec l'horizon de gestion des dirigeants. En pratique, l'entreprise a progressivement développé une stratégie d'alignement avec des objectifs intermédiaires. Cependant, l'évolution de son mix énergétique vers les énergies renouvelables doit être plus rapide : à court terme (jusqu'en 2030), elle prévoit de remplacer les produits pétroliers par du gaz naturel liquide (moins émetteur de GES) tout en développant son activité renouvelable. Ce n'est pas suffisant pour atteindre une trajectoire cohérente avec l'Accord de Paris (1.5°C) et respecter son budget carbone (c.f. Annexe 2).

La *politique d'investissement*. Les cadres internationaux (ex. Agence Internationale de l'Environnement, « AIE ») incitent à ne pas développer de nouveaux projets pétroliers ou gaziers. L'exploitation et la maintenance des gisements existants est justifiée pour assurer la rentabilité des investissements passés. Derrière l'engagement se cache souvent la question : « *Dans quoi investissez-vous vraiment ?* ». Pour la période 2024-2028, TotalEnergies prévoit de consacrer ~2/3 de ses investissements (entre 14 et 18 Mds \$) aux énergies fossiles, y compris 30 % pour l'exploration et la mise en service de nouveaux gisements, ce qui est incompatible avec les scénarios d'alignement de l'AIE.

2.2 Chronologie de l'engagement actionnarial avec TotalEnergies

L'histoire des relations entre les actionnaires et les dirigeants de TotalEnergies est assez conflictuelle. Dès 2011, des tentatives d'engagement et de dépôt de résolution sur des risques climatiques ont été bloquées sous pression du conseil d'administration. Nous proposons une chronologie précise des événements qui ont jalonné les trois années d'engagement (2020, 2021, et 2022) en Annexe 4, ainsi qu'un récapitulatif des résolutions déposées (par les actionnaires ou par le conseil d'administration) en Figure 3.

Encadré 2 : Structure Actionnariale & Conseil d'Administration

Actionnariat dispersé avec un autocontrôle significatif :

Le principal actionnaire de TotalEnergies est son propre plan d'actionnariat salarié (Total SA Employee Stock Ownership Plans), qui détient 7,7 % du capital. Aucun autre actionnaire ne dépasse 2 % de détention. Les dix principaux investisseurs (Amundi, Fisher, Aristotle, Fidelity, etc.) représentent à peine plus de 6 % du capital au total. Cela traduit une structure actionnariale très diffuse, renforçant l'autonomie du management. L'investisseur le plus important ayant publiquement participé à l'engagement est OFI AM, détenant 0,29 % du capital.

Conseil dirigé par le PDG et sans représentant des principaux actionnaires financiers :

Le conseil d'administration est présidé par Patrick Pouyanné, également Directeur Général, consolidant ainsi les pouvoirs exécutifs et de surveillance. Aucun administrateur ne représente directement un actionnaire significatif. Les administrateurs sont majoritairement qualifiés d'indépendants, mais plusieurs profils sont issus de grandes entreprises partenaires (Valeo, BNP Paribas, General Electric) ou de groupes industriels ayant des liens commerciaux ou sectoriels avec TotalEnergies.

Liens croisés avec des institutions financières :

La présence de Jean Lemierre (président de BNP Paribas) au conseil de TotalEnergies jusqu'en 2025 est particulièrement notable, BNP Paribas étant un important partenaire bancaire du groupe et un acteur de référence de *Climate Action 100+*. Ce type de gouvernance croisée interroge la capacité effective du conseil à exercer une surveillance indépendante.

Entre 2020 et 2022, trois campagnes successives d'engagement actionnarial ont structuré les relations entre TotalEnergies et ses actionnaires, combinant initiatives publiques (résolutions, appels à voter) et dialogues privés (lettres, réunions bilatérales, Investor Briefs). En 2020, une première coalition d'onze investisseurs européens dépose une résolution exigeant un alignement avec l'Accord de Paris. Malgré des pressions directes exercées par le management sur certains actionnaires, elle est mise au vote et soutenue par 16,8 % des voix exprimées. Parallèlement, la coalition internationale *Climate Action 100+* conduit un dialogue privé qui aboutit à des engagements initiaux de TotalEnergies sur la réduction des émissions de Scope 1 et 2.

En 2021, le conseil d'administration anticipe une nouvelle initiative actionnariale et dépose lui-même une résolution consultative, approuvée à 91,88 %. Celle-ci présente une stratégie climat structurée autour de plusieurs engagements : réduction de l'intensité carbone des produits énergétiques vendus de -20 % à l'horizon 2030, objectif de neutralité carbone pour les Scopes 1 et 2 dans le monde, et pour les Scopes 1, 2 et 3 en Europe d'ici 2050, augmentation progressive de la part des dépenses d'investissement fléchées vers des projets d'énergie décarbonée.

En 2022, deux coalitions distinctes mènent des démarches parallèles. La première, coordonnée par Meeschaert AM, dépose la résolution « Disclosure » qui demande la publication annuelle d'un rapport structuré permettant d'évaluer l'alignement de sa stratégie avec une trajectoire 1,5 °C. À la suite d'un

dialogue privé entre l'entreprise et LBP AM, principal apporteur de titres, cette résolution est retirée, contre l'engagement formel de la société de mettre en place un reporting climat annuel enrichi, avec des objectifs intermédiaires 2025 et 2030 et une consultation actionnariale annuelle sur les progrès réalisés. En parallèle, une seconde coalition (MN et Follow This) dépose la résolution « Target 1.5 °C », demandant la fixation d'objectifs alignés sur un scénario 1.5°C. Le conseil d'administration refuse de la mettre à l'ordre du jour, estimant qu'elle empiète sur ses prérogatives stratégiques. Cette décision entraîne une controverse publique et une action juridique (toujours en cours).

Les années suivantes prolongent cette dynamique. En 2023, une résolution actionnariale sur les objectifs Scope 3 est déposée et obtient 30,44 % des voix, tandis que le Say on Climate proposé par le CA est approuvé à 88,76 %. En 2024, une nouvelle résolution est proposée par 19 investisseurs (soutenue par Ethos et le FIR) pour dissocier les fonctions de Président et de Directeur Général. Le conseil d'administration refuse son inscription à l'ordre du jour, ce qui entraîne un appel à voter contre le renouvellement du mandat de P. Pouyanné et d'autres administrateurs.

Tableau 3 : Résumé des résolutions déposées (2020, 2021 & 2022)

Résolution	2020 (A)	2021 (M)	2022 (A1)	2022 (A2)	2022 (M)
Date de l'AG	29-mai-20	28-mai-21	25-mai-22	25-mai-22	25-mai-22
Déposants	Coalition 2020	Management (CA)	Coalition Meescheart AM	Coalition MN	Management (CA)
Caractère légal	Contraignante (AG Extraordinaire)	Consultative	Contraignante (AG Extraordinaire)	Contraignante (AG Extraordinaire)	Consultative
Objectifs	Intégration dans le rapport de gestion de la société des informations concernant la stratégie d'alignement à l'Accord de Paris, en précisant notamment : des objectifs de réduction des émissions de GES sur les Scopes 1, 2 et 3 à moyen et long terme, les moyens mis en œuvre pour les atteindre.	Consultation des actionnaires sur la stratégie de transition vers la neutralité carbone : - Neutralité Carbone sur les Scope 1 et 2 Monde à horizon 2050 : réduction des émissions <i>Oil & Gas</i> d'au moins 40 % à horizon 2030 (base 2015), - Neutralité Carbone sur le Scope 3 Monde <i>downstream</i> (émissions liées à la consommation des produits de Total par ses clients) à horizon 2050, - Neutralité Carbone sur les Scopes 1+2+3 (upsteam et downstream) à horizon 2050 : réduction d'au moins 30 % des émissions indirectes de GES en valeur absolue, base 2015, - Augmentation de la part des dépenses d'investissements dans le renouvelable à 20 % des CAPEX annuels, - Compte rendu chaque année en AG des progrès réalisés vers la neutralité carbone.	Résolution <i>Disclosure : Say on Climate 1.5°C</i> Mise en place d'une consultation annuelle des actionnaires sur le plan climat de l'entreprise (type <i>Say on Climate</i>), contenant une liste précise d'éléments permettant d'évaluer le niveau d'alignement face à un scénario réaliste de limitation du réchauffement climatique à 1,5°C.	Résolution <i>Targets 1.5°C</i> Similaire à la résolution de 2020	Consultation des actionnaires sur le rapport <i>Sustainability and Climate – Progress Report 2022</i> , portant sur les progrès réalisés en matière de développement durable et de transition énergétique vers la neutralité carbone. Les engagements de réduction d'émissions de l'entreprise à cette date sont les suivants : - Scope 1 + 2 (absolus, base 2015) : -15 % en 2025, -40 % en 2030, - Scope 1 + 2 + 3 (absolus, base 2015) : réduction d'ici 2030 (pas d'objectif chiffré), - Scope 1 + 2 + 3 (intensité des produits vendus, base 2015) : -20 % en 2030, - Scope 1 + 2 + 3 Europe (absolu, base 2015) : -30 % en 2030, - Scope 1 + 2 + 3 produits pétroliers (absolu, base 2015) : -30 % en 2030, - Scope 1 + 2 Méthane (absolu, base 2020) : -50 % en 2025 et -80 % en 2030.
Méthode légale	Modification des statuts pour obliger l'entreprise à communiquer sur sa stratégie climatique, qui <u>doit</u> être en ligne avec l'Accord de Paris	Résolution Consultative	Résolution Classique	Modification des statuts pour obliger l'entreprise à communiquer sur sa stratégie climatique, qui <u>doit</u> être en ligne avec l'Accord de Paris	Résolution Consultative
Mise au vote	Oui. Résolution acceptée par le conseil d'administration et mise au vote lors de l'AG.	Oui	Non. Retirée à la suite d'une période de dialogue et une série d'engagements pris par l'entreprise. La société s'engage également à soumettre annuellement sa stratégie climat au vote consultatif en AG.	Non. Refus du conseil d'administration de l'inscrire à l'ordre du jour, ce dernier considérant que la résolution « <i>empiète sur la compétence du Conseil de fixer la stratégie de la société</i> ».	Oui
Soutenue par le CA	Non	Oui	Non	Non	Oui
Position des ONG	Soutien des ONG (Reclaim, Follow This, Greenpeace)	Vivement critiquée par les ONG, appelant à voter contre la résolution proposée par le Management.	Soutien des ONGs	Soutien des ONGs	Critiquée par les ONG, considérant que les engagements ne sont pas compatibles avec une trajectoire alignée à l'Accord de Paris. Appel à voter contre la résolution proposée par le Management.
Résultat	POUR : 16,8 %. CONTRE : 83,2 %. ABSTENTION : 11,12 %.	POUR : 82,8 %. CONTRE : 8,12 %. ABSTENTION : 9,9 %.	n.a	n.a.	POUR : 83,8 %. CONTRE : 10,5 %. ABSTENTION : 5,7 %.

3. Analyse de la dynamique des trois années d'engagement

Nous structurons ici notre analyse des séquences d'engagement actionnarial autour des trois étapes clés de chaque processus : la configuration initiale des coalitions, l'exécution de l'engagement, et ses effets sur le comportement de l'entreprise et ses dirigeants.

3.1 Configuration stratégique des coalitions : légitimité, indépendance, agilité

L'engagement analysé ici s'inscrit dans un contexte d'actionnariat dispersé (c.f. 2.2) et de contraintes réglementaires importantes (c.f. Annexe 1) concernant les dépôts de résolution. La collaboration entre actionnaires, configurée en amont du dialogue avec l'entreprise, est donc un facteur clé de succès de ces démarches car elle permet d'augmenter leur crédibilité. Durant les trois années du cas (2020-2022), les coalitions ont adopté des structures à deux niveaux (présentées en Figure 4) conformes aux observations de la littérature (Dimson *et al.*, 2021 ; Slager *et al.*, 2023). Elles s'appuient sur des gérants indépendants agissant comme *leads* coordonnant la coalition, appuyés par un « groupe de soutien » parmi les autres actionnaires (généralement des investisseurs institutionnels) afin de renforcer leur pouvoir de négociation :

- BNP Paribas AM et Hermes pour *Climate Action 100+* en 2020, puis Meeschaert Amilton AM, Hermes et MN à partir de l'automne 2021,
- Meeschaert AM pour la première coalition de 2020 et dans la coalition « *Disclosure* » de 2022,
- MN pour la coalition 2022 *Target 1.5°C*.

Ils sont chargés de structurer les demandes et de réaliser le dialogue avec l'entreprise. Les acteurs interrogés estiment que cette méthode de coordination est la plus efficace :

« Dans ce type de coalition, il est toujours important d'avoir un ou deux hors-bord (c'est-à-dire les petits gestionnaires d'actifs indépendants) qui coordonnent le processus pour permettre aux supertankers (c'est-à-dire les investisseurs détenant plus d'actions, tels que les investisseurs institutionnels) d'arriver à bon port et de mener à bien l'engagement », selon une ONG.

Ce travail de configuration repose également sur l'appui initial de plusieurs ONGs. Reclaim Finance⁵ (qui a publié 39 articles d'analyse de la stratégie climatique) et Follow This (qui a mené frontalement le dépôt de résolution en 2022 avec MN) ou encore le FIR (qui a abrité 4 Investors' Brief) ont joué un rôle moteur dans la structuration des coalitions observées. Ces ONGs fournissent aux actionnaires une expertise critique, aident à structurer les revendications climatiques autour d'éléments techniques précis (ex. : réduction des émissions en absolu, alignement sur l'Accord de Paris, objectifs intermédiaires) et créent des espaces de discussion initiale.

Cependant, ces structures de coordination ne fonctionnent efficacement que lorsque deux conditions sont réunies : (i) un alignement transparent entre *leads* et soutiens, et (ii) une indépendance effective vis-à-vis de l'entreprise engagée. Certains investisseurs de la coalition *Climate Action 100+* ont déclaré avoir reçu peu d'informations de la part des *leads* en 2020, les a poussés à former une autre coalition (menée par Meeschaert AM) pour mener son propre engagement.

« Nous étions dans Action Climat 100+ mais nous n'avons pas d'information sur l'avancement de l'engagement avec TotalEnergies à ce moment-là. Nous avons commencé à avoir des échanges au début de notre processus de dépôt, puis plus rien [...] »

⁵ Reclaim Finance est une ONG de recherche et de campagne ayant pour objectif de mettre la finance au service de la justice sociale et climatique. Elle est connue du grand public pour ses actions médiatiques (« Name & Shame ») et ses décryptages des pratiques des entreprises et des investisseurs et prêteurs.

De même dans la coalition *Disclosure* en 2022, qui détenait 0,8 % du capital de la société. À la suite du dépôt de la résolution, l'entreprise a entamé un dialogue unilatéral avec LBP AM, qui n'était pas *lead* mais qui détenait la majorité des titres de la coalition et dont le retrait engendrerait l'inéligibilité légale de la résolution.

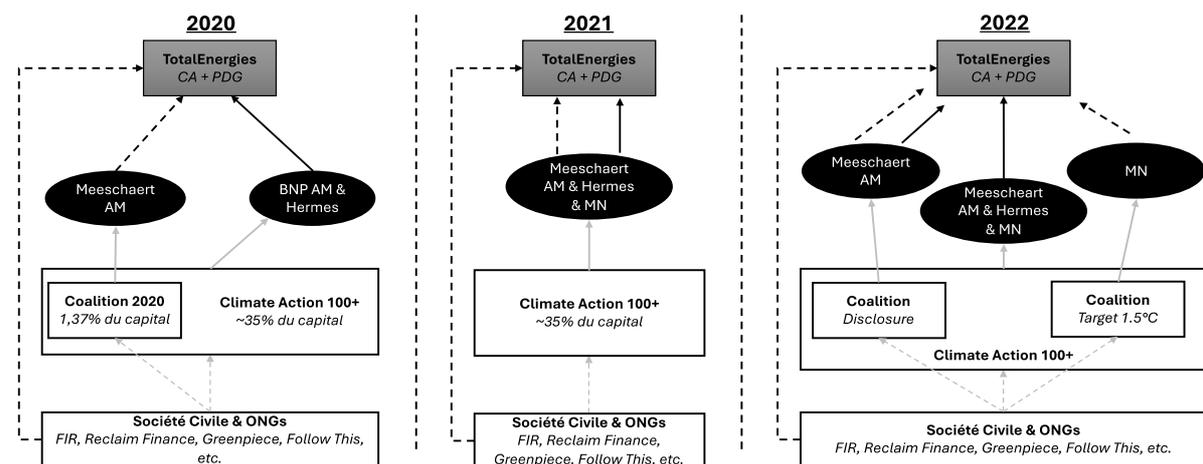
« On présente la résolution à Total quelques jours avant[...] puis on a appris qu'il y avait une négociation bilatérale entre LBP AM et Total. [...]. La semaine suivante, LBP AM obtient les engagements que l'on connaît et se retire. Donc la résolution est retirée. Heureusement, ils ont bien tenu à la pression et ont quasiment tout obtenu, sauf l'alignement 1.5°C ou la référence à une stratégie 1.5°C. »

Pour autant, les négociations réalisées par les investisseurs institutionnels sont à risque car ces derniers ont souvent des relations multiples et croisées avec l'entreprise cible, pouvant engendrer des conflits d'intérêts et lui donner des leviers de dissuasion. En l'occurrence, le président de BNP Paribas (Jean Lemierre), qui était *lead* de *Climate Action 100+* en 2020, siégeait au conseil d'administration de TotalEnergies et les activités bancaires du groupe financent une partie des projets de l'énergéticien (tout comme d'autres groupes bancaires ou assureurs qui sont à la fois actionnaires et prêteurs). Pour de nombreux acteurs interrogés, cette situation a nui à la qualité de l'engagement opéré par *Climate Action 100+* en 2020, et a permis à l'entreprise de prendre des engagements insuffisants en matière climatique. BNP Paribas AM s'est ensuite retirée du groupe des *leads* de *Climate Action 100+* de TotalEnergies à l'automne 2020 au profit de Meeschaert AM.

« Si demain on voulait déposer une résolution chez Total ça amènerait des sujets bien plus compliqués que si on le faisait chez Exxon, car on a des relations d'affaires avec Total. Même si, évidemment, on est un service indépendant et on prend nos décisions seuls. » selon un membre de *Climate Action 100+*.

Cette structure de coordination à deux étages (leads et groupes de soutien) permet donc une collaboration efficace lorsque les leads sont bien choisis (généralement des gérants indépendants, sans risque de conflit d'intérêt avec l'entreprise ciblée) et que le groupe opère de manière transparente.

Organisation des processus d'engagement



Légende :

- - - -> Engagement public : dépôt de résolution et/ou annonce dans les médias... Pour les ONGs : Name & Shame, mobilisation en AG, etc.
- > Engagement privé : réunions, échange de lettres privées, etc.
- > Lead d'une coalition : mène l'engagement pour le compte de la coalition d'actionnaires
- - - -> Soutien aux coalitions : hébergement de réunions et relais aux membres, partage d'informations et d'analyses sur la stratégie environnementale de l'entreprise

Figure 4 : Organisation de l'engagement actionnarial chez TotalEnergies (2020-2022)

3.2 Exécution tactique de l'engagement : outils, coopération et confrontation

L'exécution est le moment décisif de ces processus : les revendications se traduisent en initiatives concrètes, les rapports de force entre dirigeants et actionnaires se matérialisent, et peuvent in fine conduire à un changement des pratiques de l'entreprise. Dans notre cas, cette phase se caractérise par une intensification progressive des tensions, marquée par le passage de dialogues privés à des actions publiques des investisseurs (résolutions, communiqués, campagnes) et des ONGs. Ces pressions croisées donnent lieu à des réactions stratégiques de la part des dirigeants, qui oscillent entre concessions formelles et tactiques de blocage. L'analyse met en évidence une dynamique complexe d'influence, de résistance et d'ajustement, où la coopération entre investisseurs coexiste avec des logiques concurrentielles (coopétition) permettant, dans certains cas, de compenser les défaillances des coalitions existantes et de contrer les stratégies de déstabilisation des dirigeants.

Notre cas illustre tout d'abord une forte complémentarité entre les différentes formes d'engagement (public et privé). En effet, toutes les séquences d'engagement ont commencé par des dialogues privés directs entre les dirigeants de l'entreprise et certains actionnaires. Les actions d'engagement public (communiqués de presse, déclarations d'intention de vote, dépôt de résolutions) ont toutes été utilisées pour relancer le dialogue lorsqu'il avait été interrompu ou qu'il n'avait pas abouti à des progrès jugés satisfaisants par les investisseurs. Les résolutions ont été soumises au vote (2020), retirées après de longues négociations privées (*Disclosure 2022*), ou rejetées par le conseil d'administration (*Target 1.5°C 2022*).

De leur côté, les dirigeants déclarent par ailleurs favoriser le dialogue avec ses actionnaires :

« Au passage, vous noterez que Total est prêt à s'engager dans un dialogue instructif avec ses actionnaires et l'a d'ailleurs démontré à deux prises à l'occasion de la préparation de cette assemblée générale : à travers le dialogue avec Climate Action 100+ sur le climat, mais également à travers le dialogue avec un autre actionnaire [...]. Ce dialogue constructif nous paraît préférable au dépôt d'une résolution dont on nous a « menacé ». [...] Nous avons d'ailleurs démontré notre attachement à la démocratie actionnariale en soumettant cette résolution au vote malgré les évidentes difficultés juridiques qui lui sont attachées [...]. En tant que Président de votre Conseil, je vous redis que je chercherai toujours à privilégier le dialogue constructif avec nos actionnaires. », extrait du discours de P. Pouyanné à l'AG 2020.

Pour autant, en coulisse, ils ont systématiquement essayé de perturber les coalitions et d'empêcher la mise au vote des résolutions en faisant pression sur les institutions et les individus soutenant les projets (cet effet est renforcé par la consanguinité des organes de gouvernance), ou en attaquant leur fondement légal.

« Certains n'ont pas pu participer en raison de la pression de la part de P. Pouyanné. Il adresse toute la hiérarchie jusqu'à ce que ça craque. Il se rendait physiquement chez certains gros investisseurs cette année. », un investisseur d'une coalition 2022.

Les relations croisées (commerciales ou de gouvernance) entre des institutions financières de place telles que BNP Paribas ou LBP AM et TotalEnergies peuvent nuire à l'efficacité de l'engagement et mener à un dialogue « de complaisance » : actif en façade mais pauvre dans son contenu. C'était en particulier le cas en 2020 avec la coalition *Climate Action 100+* :

« J'ai appris plus tard qu'on avait une autre branche du groupe avait un deal de financement en cours avec Total. Ils ont tout coupé net quand on a refusé de se retirer de la coalition. », un investisseur de la coalition de 2020.

« Dans les faits, CA100+ ne s'est pas déroulé aussi efficacement que ce que les investisseurs auraient voulu. Ça correspond à une époque où CA100+ est pas mal remis en cause. Il pouvait y avoir une

forme de dialogue complaisant entre les leads et les gros émetteurs dans certains cas. », membre de coalition 2020.

Dans ces cas, l'adoption croissante de l'engagement par les gérants alimente ainsi une forme de compétition entre actionnaires. Au-delà des seules considérations sociétales ou de risque, il s'agit aussi pour eux d'un facteur de différenciation pour attirer des capitaux.

« Ce sont des activités stratégiques. Les aspects ESG sont un moteur stratégique de différenciation chez nous. Sur les sujets vote & engagement, on peut raconter des histoires qui sont des marqueurs importants. On communique dessus, c'est un équilibre à trouver. » selon un gestionnaire d'actifs.

Deux années ont été marquées par deux processus d'engagement simultanés : 2020 et 2022. Si en 2022, les démarches étaient coordonnées et avec des objectifs différents, ce n'était pas le cas en 2020. La coalition 2020 a émergé en réaction au manque de transparence du dialogue entre *Climate Action 100+* et TotalEnergies, perçu par plusieurs acteurs comme complaisant. Cette émergence d'une coalition « concurrente » avec des objectifs similaires a permis d'accélérer la formulation d'engagements plus ambitieux par l'entreprise.

« La résolution [2020, ndlr] nous a mis en difficulté, on n'a pas compris dans un premier temps. On avait un dialogue en cours au nom de 30/40 % des actionnaires de Total mais une coalition de 1,5 % des actionnaires se monte... ça a fait porter un risque sur le dialogue. Ça nous a forcé à communiquer et à pousser Total à sortir les engagements que l'on avait discutés pour pouvoir ensuite capitaliser dessus, mais c'était en discussion avant la résolution. », membre de Climate Action 100+.

« Certains investisseurs sont aussi là pour faire de la com', les démarches d'engagement ne sont pas toujours publiques et le partage d'informations de la part des leads est variable, c'est du cas par cas. [...] Ils ont monté le ton après notre dépôt. Sans la résolution 2020 ils n'auraient probablement pas obtenu ces engagements de la part de Total, ça a mis une forte pression sur leur dialogue. », membre de coalition 2020.

3.3 Effets de l'engagement : l'épineuse question de la causalité et de l'efficacité

Les effets de cet engagement sont disciplinant pour le management (David *et al.*, 2007) et substantiels sur la stratégie de l'entreprise, dans la mesure où le conseil d'administration a enfin dialogué avec ses actionnaires et modifié sa stratégie pour y inclure des engagements climatiques.

« [Peut-on imputer les changements de stratégie de Total à l'engagement actionnarial ?] Oui. Ce sont les investisseurs et la résolution de 2020 qui ont poussé Total à changer de position. Ils ont fait la déclaration des engagements pour minimiser l'importance du vote de la résolution. Ils affinent leurs engagements chaque année et font plein de choses pour préempter ce qui pourrait se passer en AG. », selon une ONG.

« Oui, l'engagement actionnarial a un effet sur les entreprises. En tout cas pour TotalEnergies, oui. [...] Ça influence la stratégie des firmes, même si c'est au conseil d'administration de définir la stratégie. Ça alimente la réflexion du CA sur la stratégie et les pratiques. En interne, l'effet le plus visible c'est la formalisation des objectifs de moyen et courts termes que l'on a publiés. Les calls avec les investisseurs, lettres, enquêtes, tout ça est synthétisé et revu par le conseil. », selon un manager du service Relation Investisseurs de TotalEnergies.

En étudiant les 3 ans d'engagement (2020 – 2022) et les deux années suivantes (2023-2024), il apparaît que le « succès » de l'engagement est difficile à mesurer à court terme. D'une part, l'entreprise a adopté une stratégie climatique qu'elle n'avait pas auparavant. Les résolutions proposées par les dirigeants reprenaient certaines des demandes des actionnaires (voir Tableau 3), et les exigences

techniques de la résolution 2020 ont été progressivement intégrées dans la stratégie climatique de la société. Les résolutions actionnariales mises au vote ont également récolté une approbation croissante au fil des années (16,7 % de votes POUR en 2020, 30,44 % en 2024). Même si ces progrès sont substantiels et font de TotalEnergies la major avec la stratégie climatique la plus développée, les objectifs de trajectoire sont pour le moment insuffisants pour respecter l'Accord de Paris. En particulier, les points acceptés en 2022 sont uniquement des éléments de transparence.

D'autre part, les réactions des dirigeants ne sont pas encourageantes. Si le conseil d'administration avait accepté d'inscrire la résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale en 2020, alors que le cadre juridique était déjà ouvert au débat, il a utilisé ce même cadre en 2022 pour bloquer le projet « *Target 1.5°C* » au nom du respect de ses prérogatives stratégiques. Au lieu de cela, l'entreprise a proposé à ses actionnaires un « vote de confort » lors des assemblées générales de 2021 et 2022. Ces votes ont mené à une large approbation de la stratégie climatique plus sur la « forme » de la démarche, que sur l'ambition des objectifs.

Il est donc difficile de considérer cet engagement comme un « succès » total. De précédents travaux ont souvent considéré qu'un engagement était « réussi » dès lors que les demandes des actionnaires avaient été satisfaites. Ce cas montre qu'évaluer l'efficacité d'un engagement exige d'en observer les effets à long terme, tant sur les pratiques internes que sur l'impact sociétal réel de l'entreprise, dans notre cas sur les questions environnementales. Cela est d'autant plus nécessaire que l'engagement devient une stratégie utilisée par beaucoup de gérants pour attirer de nouveaux investisseurs, faisant planer un risque de développement de « greenwashing ».

4. Discussion

Cette étude des pratiques d'engagement actionnarial à travers le cas de TotalEnergies soulève de nombreuses questions, notamment sur l'efficacité des différentes formes d'engagement, le rôle que peuvent avoir les coalitions d'investisseurs minoritaires, et la notion de démocratie actionnariale en France. Nous contribuons à la littérature sur l'ISR et l'engagement actionnarial, et plus généralement au débat actuel sur le rôle des investisseurs et entreprises dans la transition écologique et sociale.

Premièrement, si nous retrouvons dans ce cas des dynamiques de collaboration à deux niveaux (Dimson *et al.*, 2021 ; Slager *et al.*, 2023), nous mettons en évidence que leur efficacité dépend de l'identité du *lead* et du degré de transparence existant entre les groupes. Les leads peuvent être soumis à des conflits d'intérêt parasitant le dialogue et donnant des leviers de dissuasion à l'entreprise cible. Cela renforce le pouvoir de négociation des dirigeants et l'efficacité de leurs stratégies de mise en échec des coalitions (Tillotson *et al.*, 2023). Comprendre et adresser ces faiblesses est un enjeu majeur pour améliorer ces processus : dans notre cas, en privé, l'entreprise s'est servie de tous les leviers possibles (pressions individuelles et institutionnelles, légitimité légale, etc.) pour perturber les investisseurs menant l'engagement, malgré un discours public volontariste. Ces risques sont atténués par le développement rapide des activités d'engagement dans les stratégies des gérants, que ce soit par conviction ou par opportunité commerciale. Une certaine forme de concurrence se met donc en place entre ces actionnaires activistes qui peut avoir un véritable effet disciplinant en corrigeant les dysfonctionnements de certaines coalitions (Artiga González et Calluzzo, 2019). Les ONGs jouent également un rôle très important, que ce soit en accompagnant les coalitions fonctionnelles (Gond et Piani, 2013), mais aussi en dénonçant les coalitions dysfonctionnelles. Tous ces éléments mettent en lumière le rôle important des gérants d'actifs indépendants dans la conduite de l'engagement, qui légitiment les demandes des parties prenantes et catalysent la pression exercée sur l'entreprise.

Deuxièmement, cette étude interroge la notion « d'efficacité » des démarches d'engagement actionnarial. Contrairement aux travaux existants qui considèrent qu'une campagne est réussie dès que les demandes des actionnaires sont satisfaites (Barko *et al.*, 2021 ; Dimson *et al.*, 2015, 2021 ; Slager *et al.*, 2023), nous montrons la nécessité d'analyser l'engagement comme un processus répété de long terme, dont l'efficacité doit être évaluée au regard de ses effets réels sur les pratiques de l'entreprise et sa performance sociétale, notamment au regard des référentiels scientifiques et politiques admis par les institutions (par exemple, les ODD, l'Accord de Paris, etc.). Cela implique d'analyser à la fois l'ambition des demandes des investisseurs et l'effet de leur intégration sur l'impact sociétal de l'entreprise. Dans le référentiel classique, nous aurions donc pu analyser certaines campagnes de notre cas comme un « échec » car les demandes des activistes n'ont pas été intégrées (2020, Target 2022, 2023, 2024), et d'autres comme un « succès » alors qu'elles ne concernaient que des demandes de reporting (Disclosure 2022). En analysant la dynamique pluriannuelle, nous pouvons néanmoins conclure qu'elles ont eu un réel effet sur le comportement de l'entreprise et ont permis de la faire avancer sur sa politique climatique. Deux éléments le prouvent : l'évolution de la stratégie de l'entreprise intégrant progressivement les demandes des actionnaires, et les vives réactions des dirigeants.

Troisièmement, nous contribuons au débat contemporain sur la stratégie que les investisseurs responsables doivent adopter pour influencer le comportement des entreprises et avoir un impact significatif sur la société. En effet, ce cas est une excellente illustration du débat classique « *Exit vs. Voice* », qui se traduit dans le monde de la Finance Responsable par « Désinvestissement vs. Engagement » (Broccardo *et al.*, 2022). Les fonds ISR contemporains investissent plutôt dans des entreprises vertueuses et essaient rarement de changer leur comportement via des politiques d'engagement (Heath *et al.*, 2023), ce qui peut être contre-productif (Hartzmark et Shue, 2022). Nous montrons dans cette étude comment des actionnaires peuvent en réalité exercer une influence significative sur le comportement des entreprises vis-à-vis des sujets sociétaux. Cette capacité reste contrainte par de nombreux contextes réglementaires nationaux, notamment dans les pays occidentaux (Cools, 2024), qui donnent statutairement la responsabilité de la définition de la stratégie et politique

générale de l'entreprise au conseil d'administration⁶. Cet argument légal est régulièrement utilisé par les dirigeants pour contrer ces démarches et renforce l'inégalité du rapport de force entre les parties (Mottis & Ponsard, 2002 ; Roe, 1994) et fait perdre un temps précieux dans le processus d'alignement des stratégies des entreprises sur l'Accord de Paris. Dans notre cas, il a fallu près de 3 ans d'engagement pour que l'entreprise développe un plan de transition, des objectifs de long et moyen terme et un système de reporting permettant au marché d'en mesurer la pertinence. Ainsi, les évolutions réglementaires récentes (Taxonomie Européenne, Règlement SFDR, CSRD) et les initiatives de place (*Say on Climate*) sont bienvenues car elles cadrent le dialogue entre les acteurs. À l'inverse, les évolutions des critères de labellisation (notamment le label ISR) amenant à exclure les secteurs les plus « sales » (dont celui des énergies fossiles) pourraient avoir un effet contreproductif en limitant l'influence des actionnaires responsables dans la gouvernance de ces entreprises. Si ces évolutions sont logiques pour améliorer la lisibilité par l'épargnant, elles ne semblent pas optimales et il semble important de favoriser également l'émergence de politiques d'engagement rigoureuses.⁷

Enfin, plus fondamentalement, cette étude pose aussi la question de la répartition de la responsabilité pour des enjeux dépassant l'agenda traditionnel de nombreux acteurs économiques : lorsque les activités d'une entreprise impactent ou sont impactées par des phénomènes ne pouvant être appréhendés qu'au niveau planétaire (réchauffement climatique, protection de la biodiversité, etc.), où doivent être définis les objectifs de performance et les arbitrages ? Les gouvernements doivent-ils imposer des normes, voire des arbitrages industriels (en termes de mix énergétique en l'occurrence) suffisamment stricts pour que les entreprises et leurs actionnaires n'aient plus qu'à se concentrer sur l'optimisation classique de la performance économique sous contrainte ? Les agents privés doivent-ils intérioriser l'objectif global et résoudre à leur échelle les arbitrages sociétaux ? Les acteurs ont répondu très différemment à la question. Les investisseurs guidés par les principes de la finance responsable ont estimé qu'ils étaient légitimes à exiger d'une *major* un agenda climatique ambitieux. La réaction de l'entreprise a plutôt été de considérer que ces pressions contraignaient excessivement sa performance financière et qu'il revenait avant tout aux gouvernements de légiférer (« *Together with society !* »). Ces deux positions sont en réalité assez fragiles : les investisseurs sont-ils suffisamment consistants pour supporter les éventuelles pertes de performance financière et accompagner l'entreprise dans sa transformation, sans exercer une option de « sortie » vers des majors moins engagées et immédiatement plus rentables ? D'autre part, les dirigeants sont-ils crédibles lorsqu'ils renvoient la question des objectifs et du cadre aux pouvoirs publics ?

5. Conclusion

Les grandes entreprises ont un rôle important à jouer dans l'adaptation et l'atténuation de l'urgence climatique. Ce sujet entre progressivement dans l'agenda des investisseurs dits responsables, qui cherchent à utiliser leurs pouvoirs dans la gouvernance des entreprises pour améliorer leurs pratiques environnementales et sociales. Cette étude de cas sur l'engagement actionnarial auprès de TotalEnergies éclaire de nombreuses questions techniques, tant du côté du marché financier concernant les modes d'organisation et d'expression des investisseurs et la régulation de la gouvernance, que du côté de l'entreprise concernant sa manière d'interagir avec ses actionnaires et de piloter ses actions sur

⁶ Ce phénomène est exacerbé en France (c.f. annexe 1). Le fait que les administrateurs décident de ce qui sera soumis au vote d'une Assemblée Générale reflète une démocratie actionnariale singulièrement structurée.

⁷ L'Autorité des Marchés Financiers en France s'est ainsi saisie de la question en juin 2022 en créant un groupe de travail au sein de la Commission Climat et Finance Durable (CCFD). Cette CCFD a in fine publié en mars 2023 une note sur les résolutions climat comprenant une série de propositions très précises sur la façon de favoriser ce dialogue actionnarial. Certaines de ses propositions, notamment celle sur la systématisation des présentations de résolution climat par les entreprises cotées, ont ensuite fait l'objet d'un projet de loi, qui a été voté à l'Assemblée nationale en juillet 2023 et rejeté en Commission mixte paritaire en octobre de la même année.

de nouveaux enjeux tels que le climat. En se coordonnant efficacement, les investisseurs responsables catalysent la pression externe exercée par l'ensemble de ses parties prenantes (et notamment la société civile et les ONGs). Cette collaboration doit être finement calibrée pour être efficace et se protéger des perturbations potentielles des dirigeants. Compte tenu de la traction commerciale dont jouissent les fonds ISR menant ces démarches, ces mécanismes peuvent également se transformer en « coopétition », obligeant les acteurs de l'engagement à être rigoureux dans leur exécution.

Cela nous amène à proposer plusieurs implications managériales. Premièrement, l'engagement actionnarial devrait être une stratégie privilégiée par les gérants souhaitant avoir un réel impact sociétal. Nous encourageons par ailleurs les investisseurs à poursuivre ces actions sur le long terme, puisque cela renforce la crédibilité et l'impact de leurs demandes. Ensuite, la collaboration entre actionnaires doit être bien organisée pour éviter tout effet parasite lié aux activités croisées et à la consanguinité des organes de gouvernance, notamment en France. Confier le *lead* à un gérant d'actifs indépendant, moins sujet aux conflits, paraît être une approche efficace. Enfin, le régulateur devrait favoriser cette capacité d'engagement en réduisant les contraintes du dépôt de résolution en France et en donnant un cadre clair de dialogue aux actionnaires et dirigeants, par exemple en obligeant la consultation régulière des actionnaires sur la stratégie climatique. Cela permettrait de faire significativement progresser l'alignement des entreprises sur les sujets sociétaux contemporains en favorisant l'expression des actionnaires responsables, souvent minoritaires.

Cette étude de cas a montré les problématiques microéconomiques et managériales associées à ces démarches d'engagement, mais nous ne nous préoccupons pas ici des considérations macroéconomiques. Pour le régulateur, favoriser ces démarches d'engagement n'est qu'un levier parmi d'autres pour inciter les entreprises à participer à l'effort global de transition. Il fonctionne sur le long terme, mais n'est probablement pas assez rapide compte tenu de l'agenda contraint de l'Accord de Paris. L'engagement est une pierre à l'édifice de la transition environnementale de nos sociétés, mais n'est certainement pas suffisant, et doit s'accompagner d'une régulation appropriée au niveau des entreprises et des investisseurs. Les évolutions récentes au niveau européen (*Green Deal, EU Taxonomy, SFDR*) et français (Art. 173 TE, Art. 29 LEC) semblent donc pertinentes. Bien que cette étude de cas soit particulièrement intéressante pour comprendre en profondeur les mécanismes organisationnels et les jeux d'acteurs façonnant les stratégies de durabilité d'une grande entreprise comme TotalEnergies, la principale limite de cette méthode est sa faible validité externe. De futurs travaux pourraient donc tester ces mécanismes pour généraliser nos résultats, et surtout évaluer les bénéfices systémiques de ces démarches à une échelle macroéconomique.

6. Références

- Artiga González T., Calluzzo P. (2019). « Clustered shareholder activism », *Corporate Governance: An International Review*, 27, n° 3, p. 210-225.
- Barko T., Cremers M., Renneboog L. (2021). « Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance », *Journal of Business Ethics*.
- Bauer R., Derwall J., Tissen C. (2022). « Corporate Directors Learn From Environmental Shareholder Engagements »,.
- Broccardo E., Hart O., Zingales L. (2022). « Exit versus Voice », *Journal of Political Economy*, 130, n° 12, p. 3101-3145.
- Chuah K., Desjardine M.R., Goranova M., Henisz W.J. (2024a). « Shareholder Activism Research: A System-Level View », *Academy of Management Annals*, 18, n° 1, p. 82-120.
- Chuah K., Desjardine M.R., Goranova M., Henisz W.J. (2024b). « Shareholder Activism Research: A System-Level View », *Academy of Management Annals*, 18, n° 1, p. 82-120.
- Cools S. (2024). « Climate proposals: ESG shareholder activism sidestepping board authority », *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, p. 138-157.
- Crifo P., Mottis N. (2016). « Socially Responsible Investment in France », *Business & Society*, 55, n° 4, p. 576-593.
- Dahlmann F., Branicki L., Brammer S. (2019). « Managing Carbon Aspirations: The Influence of Corporate Climate Change Targets on Environmental Performance », *Journal of Business Ethics*, 158, n° 1, p. 1-24.
- David P., Bloom M., Hillman A.J. (2007). « Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance », *Strategic Management Journal*, 28, n° 1, p. 91-100.
- Diaz-Rainey I., Griffin P.A., Lont D.H., Mateo-Márquez A.J., Zamora-Ramírez C. (2024). « Shareholder Activism on Climate Change: Evolution, Determinants, and Consequences », *Journal of Business Ethics*, 193, n° 3, p. 481-510.
- Dimson E., Karakaş O., Li X. (2015). « Active Ownership », *The Review of Financial Studies*, 28, n° 12, p. 3225-3268.
- Dimson E., Karakaş O., Li X. (2021). « Coordinated Engagements », *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*.
- Dumez H. (2016). *Méthodologie de la recherche qualitative: les 10 questions clés de la démarche compréhensive*, 2e éd, Vuibert, Paris.
- Dyck A., Lins K.V., Roth L., Wagner H.F. (2019). « Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence », *Journal of Financial Economics*, 131, n° 3, p. 693-714.
- Flammer C., Toffel M.W., Viswanathan K. (2021). « Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks », *Strategic Management Journal*, 42, n° 10, p. 1850-1879.
- Ginglinger E. (2021). « Les politiques environnementales et sociales des entreprises : quel dialogue avec les investisseurs ? », *Annales des Mines - Responsabilité & environnement*, 102, n° 2, p. 64-68.

- Gond J.-P., Piani V. (2013). « Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible Investment Initiative », *Business & Society*, 52, n° 1, p. 64-104.
- Goodman J., Louche C., Cranenburgh K.C. van, Arenas D. (2014). « Social Shareholder Engagement: The Dynamics of Voice and Exit », *Journal of Business Ethics*, 125, n° 2, p. 193-210.
- Hartzmark S.M., Shue K. (2022). « Counterproductive Sustainable Investing: The Impact Elasticity of Brown and Green Firms »,.
- Heath D., Macciocchi D., Michaely R., C. Ringgenberg M. (2023). « Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior? »*, *Review of Finance*, 27, n° 6, p. 2057-2083.
- Hoepner A.G.F., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L.T., Zhou X. (2021). « ESG Shareholder Engagement and Downside Risk »,.
- Ilhan E., Krueger P., Sautner Z., Starks L.T. (2023). « Climate Risk Disclosure and Institutional Investors », *The Review of Financial Studies*, 36, n° 7, p. 2617-2650.
- Johnson R.A., Greening D.W. (1999). « The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance », *The Academy of Management Journal*, 42, n° 5, p. 564-576.
- Kölbel J.F., Heeb F., Paetzold F., Busch T. (2020). « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization and Environment*, 33, n° 4, p. 554-574.
- Logsdon J.M., Van Buren H.J. (2009). « Beyond the Proxy Vote: Dialogues Between Shareholder Activists and Corporations », *Journal of Business Ethics*, 87, n° S1, p. 353-365.
- McLaren D. (2004). « Global Stakeholders: corporate accountability and investor engagement », *Corporate Governance: An International Review*, 12, n° 2, p. 191-201.
- McWilliams A. (2001). « Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective », *The Academy of Management Review*, 26, p. 117-127.
- Miloud T., Cabrol M. (2023). « Activisme actionnarial et responsabilité sociale de l'entreprise : étude empirique sur le marché français », *Management & Avenir*, 133, n° 1, p. 151-176.
- Mottis N., Denis L. (2023). « Shareholder engagement, the new frontier of sustainable finance? », *Bankers, Markets & Investors*, 175, n° 4, p. 30-36.
- Mottis N., Ponsard J. (2002). « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises », *Revue française de gestion*, 141, n° 5, p. 225-248.
- Pástor L., Stambaugh R.F., Taylor L.A. (2021). « Sustainable investing in equilibrium », *Journal of Financial Economics*, 142, n° 2, p. 550-571.
- Proffitt W.T., Spicer A. (2006). « Shaping the shareholder activism agenda: institutional investors and global social issues », *Strategic Organization*, 4, n° 2, p. 165-190.
- Rehbein K., Logsdon J.M., Van Buren H.J. (2013). « Corporate Responses to Shareholder Activists: Considering the Dialogue Alternative », *Journal of Business Ethics*, 112, n° 1, p. 137-154.
- Roe M.J. (1994). « Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance »,.

Serret V., Berthelot S. (2013). « Activisme actionnarial et responsabilité sociétale des entreprises au canada analyse des résolutions soumises par les actionnaires entre 2000 et 2013 », *Revue de l'organisation responsable*, 8, n° 1, p. 17-32.

Serret V., Loher-Delalune C.-A. (2021). « Quelles sont les incitations à l'engagement actionnarial ? », *Revue française de gestion*, 300, n° 7, p. 131-151.

Slager R., Chuah K., Gond J.-P., Furnari S., Homanen M. (2023). « Tailor-to-Target: Configuring Collaborative Shareholder Engagements on Climate Change », *Management Science*.

Tillotson P., Slade R., Staffell I., Halttunen K. (2023). « Deactivating climate activism? The seven strategies oil and gas majors use to counter rising shareholder action », *Energy Research & Social Science*, 103, p. 103190.

Tkac P.A. (2006). « One proxy at a time : pursuing social change through shareholder proposals », *Economic Review*, 91, n° Q 3, p. 1-20.

Vandekerckhove W., Leys J., Van Braeckel D. (2008). « A Speech-Act Model for Talking to Management. Building a Framework for Evaluating Communication within the SRI Engagement Process », *Journal of Business Ethics*, 82, n° 1, p. 77-91.

Listes des personnes interviewées				
Organisation	Poste	Catégorie	Rencontré(e) le	
Meeschaert AM	Directrice Recherche - ISR	Investisseurs	12/1/2022 02/06/2022	&
Sycomore AM	Responsable Recherche ESG	Investisseurs	27/01/2022	
FIR	Délégué Général	ONG	18/01/2022	
FIR	Responsable Engagement	ONG	18/01/2022	
Proxinvest	Chief Governance Officer	Conseil	18/01/2022	
Follow This	Country representative for France	ONG	25/01/2022	
Banque Postale AM / OFI Solutions	Directrice des Recherches en Finance Responsable	Investisseurs	26/01/2022	
EDR	Analyste ISR	Investisseurs	25/01/2022	
BNP AM	Global Head of Stewardship	Investisseurs	11/02/2022	
Phitrust	Partner	Investisseurs	27/01/2022	
Candriam	Lead ESG & Stewardship Analyst	Investisseurs	23/02/2022	
IRCANTEC / CA100+	n.c.	Investisseurs	09/02/2022	
Reclaim Finance	CEO	ONG	14/02/2022	
ERAFP	Head of SRI	Investisseurs	28/01/2022	
FRR	n.c.	Investisseurs	11/02/2022	
Friends Foundation	Provident n.c.	Investisseurs	22/02/2022	
Actiam	Senior Responsible Investment Officer	Investisseurs	22/02/2022	
ShareAction	Senior Campaign Manager	ONG	14/02/2022	
AXA IM / Banque Privée Hottinguer	Head of Climate Strategy / Head of Sustainable Finance	Investisseurs	30/03/2022	
Deyla Partners	Associé	Conseil	30/03/2022	
Ecofi	Responsable Recherche ESG et Développement ISR	Investisseurs	30/03/2022	
ISS	Head of French Research	Conseil	01/02/2022 02/05/2023	
TotalEnergies SE	Responsable ESG – Relations Investisseurs	Entreprise	& 07/06/2023	
TotalEnergies SE	Responsable ESG – Relations Investisseurs	Entreprise	02/05/2023	

