NEWSLETTER N°20 - NOVEMBRE 2026

Turning point

LA NEWSLETTER D'ETHOS POUR LA GOUVERNANCE ET LA DURABILITÉ



L'essentiel en 30 secondes

- **Edito** : le vrai risque pour les caisses de pension n'est pas l'ESG, mais l'hyperconcentration des indices sur une poignée de géants de l'IA. Près de 80 milliards de francs d'avoirs de prévoyance suisses y seraient exposés.
- **Climat** : l'été caniculaire a fait environ 50'000 morts dans les villes européennes. Bruxelles propose une loi sur la résilience climatique fondée sur une trajectoire de +3 °C.
- **Gouvernance** : le Tribunal fédéral confirme définitivement la suppression des bonus des cadres de Credit Suisse. Aux Etats-Unis, la part des femmes dans les conseils recule pour la première fois depuis plus de dix ans.
- **Droits des actionnaires** : les propositions d'actionnaires chutent de 15 % aux Etats-Unis, alors que la SEC veut abroger la règle 14a-8.

- **Good news :** la SEC classe son enquête sur Climate Action 100+, Lula est réélu au Brésil, et les jeunes investisseurs plébiscitent le vote ESG.
- **Chiffre du mois :** +112 % d'incidents d'écoblanchiment en cinq ans.
- **Ethos :** signature de déclarations sur l'IA éthique et le méthane, nouvel Engagement Paper sur la responsabilité fiscale et déjeuner-débat sur la nature dans la gouvernance le 23 novembre à Genève.

L'EDITO : Le vrai risque n'est pas l'ESG

Alors que certains continuent de penser, ou de faire croire, que la prise en compte de facteurs ESG nuit à la performance, un autre spectre, bien plus réel, menace les marchés financiers : l'hyperconcentration des investissements dans une poignée de titres, tous liés aux technologies et à l'intelligence artificielle (IA). Ainsi, les 10 plus grandes capitalisations boursières au monde représentent aujourd'hui près d'un tiers du poids total de l'indice MSCI World qui, rappelons-le, regroupe plus de 1'200 titres. Et cela avant même l'entrée en bourse des deux mastodontes que sont Anthropic et OpenAI.

Mieux encore, ou pire, c'est selon, cette hyperconcentration concerne également les marchés émergents puisque sept titres seulement, eux aussi liés de près ou de loin à l'IA, représentent plus de 30 % de l'indice MSCI Emerging Markets.

Or, si ces titres technologiques s'avèrent surévalués, comme le pensent de plus en plus d'observateurs, et qu'une bulle éclate, on peut aisément imaginer, avec ou sans superintelligence, l'impact sur les marchés financiers. Et notamment sur les caisses de pension qui, rappelons-le là aussi, sont toujours plus nombreuses à investir, pour des raisons de coûts et de réduction de la « tracking error », dans des fonds passifs qui se contentent de répliquer les indices.

Fin 2025, les caisses de pension suisses géraient 1'350 milliards de francs, dont près de 20 % étaient investis en actions étrangères (environ 270 milliards). Une grande partie de ces placements étant gérée de manière indicielle, on peut estimer que près d'un tiers, soit 80 milliards de francs ou 6 % des avoirs des assurés et assurées du pays, sont désormais investis dans une dizaine de titres liés à l'IA et aux semi-conducteurs. L'objectif de diversification de la gestion indicielle n'est par conséquent plus atteint.

Cette concentration devient un risque qu'on ne peut ignorer dans le débat sur le rendement, d'autant que s'y ajoutent les risques de gouvernance propres à de nombreuses entreprises technologiques. Dans plusieurs d'entre elles, le pouvoir est fortement concentré aux mains de quelques milliardaires et les droits des actionnaires sont parfois limités, notamment par des classes d'actions à droits de vote différenciés voire par des clauses statutaires interdisant le recours à la justice.

C'est pourquoi nous restons convaincus que les enjeux ESG, gouvernance en tête, influencent la performance des entreprises et des portefeuilles. Les investisseurs de long terme doivent maintenir le cap et intégrer ces facteurs dans leurs décisions, surtout en période de volatilité.

Quant à l'idée que l'investissement durable coûterait obligatoirement du rendement, elle est pour le moins erronée. De nombreuses études empiriques récentes montrent au contraire que la prise en compte des critères ESG contribue à améliorer le ratio rendement / risques des investissements.

Il existe aujourd'hui une confusion entre performance et « tracking error », et s'écarter de son indice de référence ne signifie pas forcément de faire moins bien que lui. Ainsi, exclure des secteurs que nous jugeons non durables, comme les énergies fossiles ou l'armement, ne se traduit pas nécessairement par une moins bonne performance, même à court terme.
Pour des investisseurs comme les caisses de pension, c'est le long terme qui compte. Et là encore, une approche durable fait au moins aussi bien que le marché. L'Ethos Swiss Corporate Governance Index (ESCGI), qui pondère les entreprises selon la qualité de leur gouvernance, surpasse ainsi la performance de son indice de référence, le SPI, depuis son lancement en 2017.

Au-delà des convictions, la durabilité permet de mieux maîtriser des risques à long terme, qu'ils soient climatiques, réglementaires ou de réputation. A l'échelle mondiale, les grands investisseurs institutionnels font d'ailleurs de la maîtrise de ces risques une raison centrale de la prise en compte de critères extra-financiers. Selon un récent sondage de Morgan Stanley, deux tiers des 600 détenteurs d'actifs interrogés citent la réduction du risque de portefeuille parmi leurs motivations, contre la moitié en 2025. La matérialité croissante des risques liés à la durabilité est même devenue leur deuxième raison d'augmenter leurs allocations durables, juste après les opportunités de croissance. Un changement notable par rapport à l'an dernier, où primaient la performance financière et les résultats passés.



LE POINT SUR L'ACTU

L'été caniculaire en Europe a causé environ 50'000 décès dans les villes du continent, un record, et amputé le produit intérieur brut (PIB) de l'Union européenne d'environ 0.17 % entre avril et septembre, soit près de 17 milliards d'euros, nous apprend Bloomberg dans sa newsletter quotidienne Green Daily. Le bilan humain provient d'une étude menée par des scientifiques de l'Imperial College London, qui attribue près des deux tiers de ces décès au

changement climatique ; il dépasse largement ceux des précédents étés les plus meurtriers (29'000 morts en 2022 et 28'000 en 2003). L'impact économique, estimé par Bloomberg Economics, représente deux fois et demie la perte moyenne de la décennie précédente, avec un recul du PIB de 0.2 % en France au deuxième trimestre, de 0.1 % en Allemagne et de 0.05 % en Espagne. De mai à septembre, les températures moyennes en Europe occidentale ont dépassé de près de 3 °C la moyenne estivale de 1991–2020, avec des pointes jusqu'à 12 °C au-dessus, mettant à rude épreuve les infrastructures.

Ce terrible bilan pousse Bruxelles à agir. Selon un article de Responsible Investor, la Commission européenne a proposé une loi sur la résilience climatique qui obligerait les États membres à se préparer à un avenir nettement plus chaud. Ils devraient ainsi fonder leurs politiques et leurs investissements sur une trajectoire de référence de 3 °C de réchauffement d'ici la fin du siècle et regrouper leur planification dans un plan stratégique national unique. Si l'objectif de 1.5 °C reste la priorité, il serait imprudent de ne pas se préparer aux scénarios annoncés par la science, a expliqué le commissaire au climat. Pour le secteur financier, la Commission veut mieux intégrer les risques physiques dans l'évaluation et la comptabilité et créer une « Climate Insurance Alliance » chargée de proposer d'ici 2028 des mesures pour réduire le déficit de protection d'assurance.

Coup de chaud aussi sur le secteur bancaire. Dans un arrêt rendu public le 15 octobre, le Tribunal fédéral a donné raison à la Confédération (et accessoirement à UBS) et confirmé la suppression ou la réduction des bonus d'environ 1'000 cadres de Credit Suisse après le sauvetage par UBS en 2023. Il a ainsi cassé une décision du Tribunal administratif fédéral, qui jugeait la mesure dépourvue de base légale. Pour le Tribunal fédéral, l'ampleur de l'aide publique (9 milliards de francs de garantie contre les pertes et 100 milliards de garantie contre le risque de défaillance) justifie d'empêcher le versement des rémunérations variables excessives, même si les aides ont été remboursées depuis. A noter que cette décision est définitive. Pour rappel, la direction générale de Credit Suisse avait perdu l'intégralité de sa rémunération variable en suspens, tandis que les bonus des deux échelons inférieurs avaient été réduits de 50 % et 25 %.

Selon une enquête du cabinet ERM, les investisseurs s'appuient de plus en plus sur leurs ressources internes pour évaluer la performance ESG des entreprises. La recherche maison et le dialogue avec les sociétés ont ainsi supplanté les notations ESG comme principales sources d'information. Ces dernières ne se classent plus qu'au 7e rang des sources jugées utiles pour les décisions d'investissement, alors qu'elles occupaient la première place lors de la précédente enquête, en 2023. Seuls 31 % des investisseurs interrogés les citent encore parmi leurs trois sources les plus utiles, contre 53 % trois ans plus tôt, loin derrière la recherche interne (54 %), l'engagement (50 %) et les rapports de durabilité des entreprises (40 %). Les notations ne disparaissent pas pour autant, mais changent de fonction : 61.5 % des investisseurs s'en servent comme point de départ de leurs analyses internes et 59 % comme base pour leur dialogue avec les entreprises.

Selon une étude de 50/50 Women on Boards, la représentation des femmes dans les conseils d'administration américains a reculé pour la première fois depuis plus d'une décennie : au deuxième trimestre, elles occupaient 29.2 % des sièges des sociétés du Russell 3000, contre 30.1 % un an plus tôt. Le recul le plus net concerne la sélection des membres des conseils. Entre juillet 2025 et juin 2026, les sociétés du Russell 3000 ont

procédé à 2'440 nominations, soit 4.1 % de plus que l'année précédente. Les femmes n'en ont obtenu que 553, soit 22.7 %, contre 29.1 % en 2025 et 40 % en 2022. « Cette étude est un appel à l'action », a déclaré la directrice de 50/50 Women on Boards. « Le mérite est la norme ; c'est l'accès qui pose problème. Il faut donc convaincre les instances qui décident de la composition des conseils, en particulier les présidences des comités de nomination et de gouvernance, leur présenter des profils de talent et renforcer la planification des successions. » De là à faire le lien avec les politiques anti-diversité menées par l'administration Trump, il n'y a qu'un pas…

Contre vents et marées, la Californie a quant à elle franchi la dernière étape de l'adoption de ses règles de reporting climatique pour les entreprises, rapporte ESG Today. Approuvé le 12 octobre, le règlement du California Air Resources Board (CARB) est entré en vigueur le jour même. L'échéance des premiers rapports sur les émissions des scopes 1 et 2 est ainsi définitivement fixée au 10 novembre 2026. Le CARB a aussitôt envoyé un courrier de rappel aux plus de 4000 entreprises potentiellement concernées. Deux lois sont en jeu : la SB 253 oblige les sociétés actives en Californie dont le chiffre d'affaires dépasse un milliard de dollars à publier chaque année leurs émissions des scopes 1 et 2, puis, à terme, celles de leur chaîne de valeur (scope 3), tandis que la SB 261 impose à celles dont le chiffre d'affaires dépasse 500 millions de dollars de publier un rapport sur leurs risques financiers liés au climat. Fin 2025, la cour d'appel du 9e circuit a toutefois suspendu la SB 261 dans l'attente d'une décision sur le fond, sans bloquer la SB 253.

GOOD NEWS

Après un an d'enquête, le gendarme boursier américain, la SEC, n'a finalement rien trouvé à reprocher aux membres de « Climate Action 100+ ». L'enquête visait à déterminer si les grands gérants d'actifs que sont BlackRock, State Street et Vanguard avaient coordonné leurs votes lors de l'assemblée générale (AG) 2021 d'ExxonMobil, où ils avaient soutenu le fonds activiste Engine No. 1. S'ils avaient agi de concert, ils auraient pu perdre leur statut d'investisseurs passifs, soumis à des obligations de déclaration allégées.

Dans son rapport d'enquête publié le 7 octobre, la SEC renonce ainsi à toute action coercitive, faute d'avoir pu établir une concertation sur les votes. Elle assortit toutefois ses conclusions d'une mise en garde pour la saison des AG 2027 : les initiatives d'engagement coordonnées pourraient conduire les grands investisseurs passifs à former un « groupe », avec obligation de déclarer leurs participations cumulées au-delà de 5 %, et à basculer vers un régime de déclaration bien plus contraignant. Cet avertissement s'inscrit dans la politique de l'administration Trump et de la SEC de Paul Atkins visant à réduire l'influence des actionnaires, à l'image du projet d'abrogation de la règle 14a-8 (voir plus bas).

Au Brésil, la réélection de Luiz Inácio Lula da Silva au second tour de la présidentielle, avec 51.8 % des voix face au conservateur Flávio Bolsonaro, est un « répit pour l'Amazonie », souligne Bloomberg dans sa newsletter Green Daily. Elle écarte le programme de son adversaire, qui prônait davantage de développement dans la région et un assouplissement des règles environnementales. Lula, qui s'est engagé à atteindre zéro déforestation nette d'ici

2030, reste en position de tenir sa promesse : la déforestation amazonienne est tombée à son plus bas niveau depuis le début du suivi officiel, en 1988.

Enfin, les jeunes investisseurs plébiscitent le vote ESG, comme le montrent les données 2026 du programme « Investor Choice » de Vanguard, qui permet aux investisseurs de ses fonds indiciels de choisir la politique de vote appliquée à leurs actions en AG. Selon un article d'ESG Today, les jeunes et les femmes choisissent nettement plus souvent l'option ESG que leurs aînés et les hommes. Le programme lui-même gagne du terrain : en 2026, ses actifs éligibles ont quadruplé, à environ 4'000 milliards de dollars, et le nombre de participantes et participants a été multiplié par six, à 507'000. Vanguard prévoit de l'étendre en 2027 à tous ses fonds indiciels d'actions américaines, soit 8'000 milliards de dollars d'actifs éligibles.



LE POINT SUR L'ENGAGEMENT

En octobre, la Fondation Ethos, les membres de l'Ethos Engagement Pool (EEP) International et la clientèle d'Ethos Engagement Services ont signé la déclaration d'investisseurs de la « Collective Impact Coalition for Ethical AI ». Coordonnée par la World Benchmarking Alliance (WBA), elle réunit plus de 58 investisseurs gérant plus de 11'000 milliards de dollars. Les signataires s'inquiètent du retard du secteur : 62 % des entreprises technologiques évaluées par la WBA n'ont toujours publié aucun principe sur l'intelligence artificielle (IA), alors qu'une gouvernance défaillante expose les entreprises, et donc leurs actionnaires, à des risques juridiques, réglementaires et de réputation. Ils attendent désormais des principes alignés sur les normes internationales, une responsabilité

LE POINT SUR LA SAISON DES AG

Selon une étude de Georgeson présentée par Governance Intelligence, le nombre de propositions d'actionnaires déposées dans les sociétés du Russell 3000 a reculé de 15 % en 2026, à 718, contre 840 en 2025 et 1'000 en 2024. Les propositions environnementales (-39 %) et sociales (-36 %) sont les plus touchées. Cette baisse coïncide avec le retrait de la SEC de son rôle d'arbitre : elle n'examine plus sur le fond les demandes d'exclusion des entreprises, qui assument désormais seules la décision et le risque juridique. Les demandes d'exclusion ont certes reculé (221 contre 342), mais 29 % des propositions ont tout de même été écartées, comme l'an dernier. Faute de recours auprès de la SEC, les actionnaires à l'origine des propositions se tournent vers les tribunaux : au moins 6 procès ont contesté des exclusions cette saison, contre moins de 30 en 50 ans.

Selon un article (payant) de Responsible Investor, l'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) a lancé une lettre d'investisseurs appelant les entreprises américaines à s'opposer au projet d'abrogation de la règle 14a-8. Elle les invite aussi à se doter dès maintenant de leurs propres règles pour continuer d'inscrire les propositions d'actionnaires si la règle disparaissait. La question s'invite déjà en

claire de la direction et du conseil d'administration, des engagements couvrant tout le cycle de vie de l'IA et une diligence raisonnable en matière de droits humains.

La Fondation Ethos, les membres de l'EEP International et les clients d'Ethos Engagement Services ont également signé une déclaration d'investisseurs coordonnée par l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), publiée initialement en octobre 2025 et relancée avec de nouveaux signataires. Elle appelle les institutions européennes et les Etats membres à maintenir en l'état le règlement européen sur les émissions de méthane (EU MER), y compris son calendrier de mise en œuvre. Le Parlement européen a toutefois pris le chemin inverse : selon son communiqué, il a voté le 22 octobre, par 341 voix contre 225, un report de trois ans, et non d'un an comme le proposait la Commission, des obligations de surveillance et de déclaration des importateurs de pétrole, de gaz et de charbon, désormais fixées à mai 2031. Il doit maintenant négocier le texte final avec le Conseil. Pour les investisseurs de long terme, réduire les émissions de méthane du secteur pétrolier et gazier reste l'un des leviers les plus rapides et les moins coûteux pour limiter le réchauffement à court terme.

AG : chez Procter & Gamble, une proposition du National Legal and Policy Center (NLPC) demandant à l'entreprise de continuer à appliquer les critères de la règle 14a-8 a recueilli 27 % des voix. Le gestionnaire du fonds souverain norvégien, NBIM, a en revanche voté contre, jugeant constructifs le dialogue avec la société et ses engagements publics. Le NLPC a déposé la même proposition chez Oracle, qui recommande de la rejeter lors de son AG du 18 novembre, tandis qu'il l'a retirée chez Microsoft après que l'entreprise s'est engagée à maintenir cette pratique.





LE CHIFFRE DU MOIS

C'est la hausse en cinq ans des incidents d'écoblanchiment, selon un rapport de RepRisk publié début octobre. Sur les douze mois à fin juin 2026, 1'594 entreprises y ont été associées, soit 28 % de plus qu'un an auparavant. Le risque gagne désormais les activités liées à la transition elle-même. Les énergies alternatives, les métaux, les mines, l'informatique et les services publics pèsent 29 % des cas, contre 18 % en 2022, et le pétrole et le gaz 12 %, contre 17 %. Enfin, la biodiversité dépasse pour la première fois le climat comme thème le plus associé à l'écoblanchiment.



Credit: CalPERS

LA CITATION DU MOIS

« Si les entreprises d'IA prennent les décisions cruciales qui les attendent sans réelle consultation de leurs actionnaires, je crois que les deux parties le regretteront. » Voilà l'avertissement lancé par **Prashant Yerramalli**, directeur juridique de CalPERS et ancien chef de cabinet de la SEC, dans une tribune publiée le 16 octobre par le Financial Times. Il y critique le projet de la SEC d'abroger la règle 14a-8, qui oblige les sociétés cotées à soumettre au vote les propositions d'actionnaires remplissant certains critères. Le moment ne pourrait être plus mal choisi, selon lui, alors que les géants de l'IA préparent leur entrée en bourse et devront trancher des questions lourdes de conséquences. Cette règle incarne à ses yeux le pacte fondamental entre investisseurs et entreprises : lever des fonds auprès du public implique de donner une voix aux actionnaires, même contre l'avis de la direction.

LE POINT SUR L'ACTU D'ETHOS

La Fondation Ethos était bien représentée à la conférence Building Bridges, qui s'est tenue début octobre à Genève. Si les débats ont surtout porté sur la résilience et l'adaptation au changement climatique (été caniculaire oblige) ainsi que sur l'investissement à impact, les équipes d'Ethos ont aussi participé à des panels consacrés aux inégalités économiques et au « pension's paradox », qui veut que les caisses de pension investissent l'épargne de leurs assurées et assurés dans des entreprises susceptibles de dégrader le monde dans lequel ces personnes prendront leur retraite.

Depuis 2018, la responsabilité fiscale est l'un des axes de l'engagement mené par Ethos auprès des sociétés cotées. L'optimisation fiscale agressive fait en effet courir aux entreprises, comme à leurs actionnaires, d'importants risques financiers et de réputation. Huit ans après avoir défini cinq principes de responsabilité fiscale, Ethos a ainsi publié le 29 octobre une version actualisée de son Engagement Paper, qui tient compte de l'évolution de la réglementation, des pratiques des entreprises et de la hausse des inégalités sociales. Ethos prévoit également d'évaluer les pratiques des plus grandes entreprises cotées en Suisse en la matière et de publier une étude d'ici la fin de l'année.

Notre responsable de l'engagement, Matthias Narr, était à Amsterdam le 15 octobre pour les « PRI in Person 2026 ». Il y a animé un débat sur une question qui divise : les investisseurs doivent-ils choisir entre compétitivité et durabilité ? Devant une salle partagée, il a souligné que la réponse dépend de la définition retenue, de l'horizon temporel, du secteur et de la conception des politiques publiques. L'arbitrage est souvent réel à court terme, mais à long terme, c'est l'attentisme qui érode la compétitivité. Dans l'acier, le ciment ou la chimie, l'ambition et la prévisibilité réglementaire sont décisives pour débloquer les investissements,

alors qu'ailleurs le marché évolue déjà. Il y voit une illustration de la « tragédie des horizons », les risques climatiques et sociaux se matérialisant au-delà des cycles économiques et politiques, alors que les caisses de pension portent des engagements sur plusieurs décennies. Il revient aux actionnaires de combler cet écart en demandant aux conseils d'administration comment les priorités d'aujourd'hui protègent la valeur de demain.

Enfin, le 23 novembre, la Fondation Ethos et The Positive Project organiseront ensemble un déjeuner-débat dans le cadre de la semaine du climat de la Ville de Genève. La discussion portera sur la nature et la place que l'on peut lui accorder dans la gouvernance des organisations, à commencer par les conseils d'administration des entreprises. Au programme, des interventions courtes réunissant des regards d'investisseur, de juriste, de parlementaire, d'administrateur et d'entreprise ainsi qu'un retour d'expérience concret et la présentation d'un livre blanc dédié à la représentation de la nature au sein des entreprises. S'ensuivra un jeu de rôle qui simulera un conseil d'administration et qui mettra à l'épreuve plusieurs degrés d'intégration de la nature, de la simple source d'inspiration jusqu'au statut d'actionnaire. Inscription gratuite via ce lien.

REVUE DE PRESSE

- Comment le reporting de durabilité influence l'investissement (L'Agefi, 15.10.26)
- Am Sunrise-Hauptsitz droht ein Kahlschlag – und künstliche Intelligenz spielt eine Schlüsselrolle (TagesAnzeiger, 11.10.26)
- Bei Lindt & Sprüngli sind die Aktionäre unzufrieden – aber die Allmacht von Ernst Tanner können sie nicht brechen (NZZ, 07.10.26)
- Building Bridges, ou la recherche de solutions financières au service du climat (RTS, 06.10.26)
- Face à une économie «arsenalisée», le conseil d'administration doit changer de doctrine (Le Temps, 01.10.26)

Inscription à la newsletter

La **Fondation Ethos** regroupe plus de 250 caisses de pension et institutions suisses exonérées fiscalement. Créée en 1997, elle a pour but de promouvoir l'investissement socialement responsable et de favoriser un environnement socio-économique stable et prospère.

PRI Principles for Responsible Investment

La société **Ethos Services** assure des mandats de conseil dans le domaine des investissements socialement responsables. La société propose des fonds de placement socialement responsables, des analyses d'assemblées générales d'actionnaires avec recommandations de vote, un programme de dialogue avec les entreprises ainsi que des ratings et analyses environnementales, sociales et de gouvernance des sociétés. Ethos Services appartient à la Fondation Ethos et à plusieurs de ses membres

Certified B Corporation