

Titre : L'impact des sanctions économiques européennes, mises en place en réponse à la guerre en Ukraine, sur les entreprises européennes présentes en Russie.

Programme : SUP DE CO - M2 - Grenoble (2024 - 2025)

Année : 2024-2025

EA - Session de programme : Grand Mémoire PGE-MS & Titre 2024-2025

Nom de l'étudiant : LALANDE Adèle, MISKDJIAN Armelle, AMARI Farid

Nom du tuteur / évaluateur : DE JONG Marielle

Résumé informatif de la mission :

Ce mémoire étudie l'impact des sanctions économiques européennes et internationales, imposées en réponse à la guerre en Ukraine, sur les entreprises européennes présentes en Russie. L'objectif principal est d'analyser les **répercussions de ces sanctions sur les données financières de 50 entreprises européennes**, tout en examinant les **stratégies adoptées** : certaines ont choisi de se retirer totalement du marché russe, d'autres ont maintenu ou adapté leur présence. Nous apportons une **analyse comparative des performances financières** avant et après les sanctions, couplée à une **typologie des réponses stratégiques** selon le positionnement de chaque entreprise. Cette double approche permet de mieux comprendre l'impact économique des sanctions et les choix opérés par les entreprises face à cette crise géopolitique.

Mots-clés principaux décrivant la mission ([cf. Thesaurus du Management](#)) :

GUERRE EN UKRAINE

FINANCE

STRATEGIE

IMPACT

RUSSIE

ENTREPRISES EUROPEENNES

1.Remerciements

La finalisation de ce mémoire, portant sur l'impact des sanctions économiques européennes et mondiales imposées en réponse au conflit en Ukraine sur l'économie russe et les entreprises européennes opérant sur ce territoire, marque l'aboutissement d'un travail conséquent. Ce parcours n'aurait pu être mené à bien sans le soutien et l'expertise de plusieurs acteurs que nous souhaitons sincèrement remercier.

En premier lieu, nous tenons à exprimer notre profonde gratitude envers **Grenoble École de Management**. L'environnement académique stimulant, la qualité des enseignements dispensés, ainsi que les nombreuses ressources mises à notre disposition ont été des éléments déterminants dans l'élaboration de ce mémoire. Nous souhaitons également souligner l'accès à des outils d'analyse professionnels tels que Capital IQ, ainsi que la possibilité de consulter des revues académiques spécialisées via ScienceDirect et d'autres bases de données. Ces ressources ont grandement facilité notre travail de recherche et enrichi la qualité de notre analyse.

Nos remerciements les plus chaleureux et reconnaissants s'adressent à notre tutrice de mémoire, **De Jong Marielle**. Ses conseils d'experte, sa disponibilité constante lors de nos nombreuses réunions de travail et sa fine connaissance des enjeux économiques et financiers ont été d'une aide inestimable. Ses remarques pertinentes et ses encouragements ont considérablement enrichi notre analyse et nous ont permis de structurer notre pensée de manière rigoureuse. Nous lui sommes particulièrement reconnaissants pour le temps et l'attention qu'elle a consacrés à notre projet.

Nous souhaitons également adresser nos sincères remerciements à **Jaballah Jamil**, notre professeur en Advanced Research Methods. Son enseignement clair et méthodique nous a fourni les outils nécessaires pour aborder la complexité de notre sujet et mener à bien l'analyse des données. Sa contribution a été essentielle pour la solidité et la pertinence de nos conclusions. Son aide dans la structuration initiale de notre problématique a été particulièrement précieuse.

Enfin, nous tenons à remercier toutes les personnes qui, par leurs encouragements, leurs conseils informels et leur soutien moral tout au long de ces mois de travail intensif, ont contribué à la réussite de ce mémoire.

Table des Matières

1. Remerciements	2
2. Introduction	4
3. Objectifs du mémoire	7
4. Cadre théorique et méthodologique	9
1. Présentation du modèle de Sonnenfeld et de ses adaptations possibles	9
2. Revue de la littérature sur l'impact des sanctions économiques et les décisions des entreprises en contexte de crise	12
3. Méthodologie de collecte et d'analyse des données	17
1. Identification des entreprises européennes concernées	17
2. Classification des entreprises selon le modèle adapté	19
5. L'impact des sanctions sur les entreprises européennes	20
1. Analyse descriptive des décisions de l'Union Européenne	20
2. Analyse descriptive des décisions des entreprises européennes	27
3. Analyse de l'impact des sanctions sur les performances financières des entreprises	35
1. Étude quantitative de la confiance des investisseurs, ROE, ROA, EBITDA	35
2. Méthodologie de "l'event study"	47
6. Comparaison avec les entreprises américaines	55
1. Synthèse des résultats de l'étude de Tosun et al. (2024)	55
2. Comparaison des décisions et des performances des entreprises européennes et américaines	57
3. Analyse des facteurs explicatifs	59
7. Conclusion :	63
1. Synthèse des principaux résultats	63
2. Implications pour les entreprises et les décideurs politiques	64
3. Limites de l'étude et pistes de recherche futures	65
8. Bibliographie	69
9. Annexes	72
10. Liste des acronymes	73
11. Déclaration obligatoire de l'usage fait de l'IA Générative	74

2.Introduction

Contexte : guerre en Ukraine et sanctions économiques

Entre 2022 et 2025, la guerre en Ukraine a connu plusieurs phases marquées par des offensives, contre-offensives et une guerre d'usure. L'année 2022 débute avec l'invasion massive de la Russie, suivie d'un retrait autour de Kiev et de succès ukrainiens à Kharkiv et Kherson. En 2023, le front se fige et l'Ukraine lance une contre-offensive limitée. En 2024, la Russie reprend l'initiative, progressant dans le Donbass. Début 2025, les combats restent intenses malgré des appels croissants à un cessez-le-feu.

Ainsi, le **24 février 2022**, la Russie a lancé une offensive militaire de grande ampleur contre l'Ukraine, déclenchant le conflit armé le plus grave sur le sol européen depuis la Seconde Guerre mondiale. Cette agression militaire injustifiée marque un tournant historique aux répercussions profondes, tant sur le plan politique qu'économique. Face à cette violation manifeste du droit international et aux atteintes portées à la souveraineté de l'Ukraine, la communauté internationale, emmenée notamment par l'Union européenne et ses partenaires, a réagi par la mise en œuvre rapide et coordonnée d'un ensemble de sanctions économiques d'une ampleur inédite.

Les **sanctions économiques** se définissent comme des mesures coercitives d'ordre commercial, monétaire ou financier, adoptées par un ou plusieurs États contre un autre État, son gouvernement, ou des entités spécifiques, en vue d'obtenir un changement de comportement ou de politique. Selon Askari et al. (2003), il s'agit d'instruments de pression destinés à atteindre des objectifs de politique étrangère en modifiant les choix stratégiques du pays visé. Les sanctions peuvent être générales, lorsqu'elles s'appliquent de manière étendue à une économie, ou ciblées, lorsqu'elles visent des secteurs, des entreprises ou des individus précis. Elles peuvent également être bilatérales ou multilatérales selon l'implication d'un ou plusieurs acteurs étatiques. Barber (1979) distingue entre les objectifs primaires des sanctions, visant directement le changement de comportement du pays ciblé, et les objectifs secondaires ou tertiaires, tels que la satisfaction de demandes politiques internes ou la promotion de valeurs universelles.

Toutefois, l'efficacité réelle des sanctions économiques demeure sujette à controverse. Certains auteurs et praticiens relèvent qu'elles peuvent se révéler contre-productives : au lieu d'affaiblir

un régime, elles peuvent consolider son pouvoir en favorisant un sentiment nationaliste ou en accentuant la vulnérabilité de la population civile, ouvrant la voie à des radicalisations politiques. De plus, les sanctions bilatérales peuvent avoir des effets de bord défavorables pour les pays émetteurs eux-mêmes, en fragilisant leurs entreprises sur le marché international au profit de concurrents tiers non engagés dans les sanctions, comme la Chine ou l'Inde, qui bénéficient aujourd'hui de conditions préférentielles, notamment sur l'achat de pétrole russe.

Dans le cas de la guerre en Ukraine, l'Union européenne a mis en œuvre, entre février 2022 et février 2025, seize séries de sanctions successives contre la Russie. Ces mesures, d'abord circonscrites à certains échanges commerciaux, se sont progressivement durcies pour atteindre des secteurs stratégiques : restrictions sur l'exportation de biens à double usage et de technologies avancées, interdictions d'importation sur des produits générant des revenus significatifs pour la Russie (tels que le pétrole, le charbon ou les diamants), mesures de lutte contre le contournement des sanctions, et limitations d'investissements européens dans les infrastructures énergétiques russes. L'ampleur de ces restrictions est considérable : la valeur estimée des exportations interdites vers la Russie atteint 48 milliards d'euros, tandis que celle des importations interdites en provenance de Russie s'élève à 91,2 milliards d'euros (*Conseil de l'Union européenne, 2024*). Ces chiffres traduisent l'ampleur de l'effort consenti par l'Union européenne pour priver la Russie de ressources économiques critiques et réorganiser en profondeur les flux commerciaux bilatéraux. De son côté, la Russie a répondu par des contre-sanctions, notamment en imposant le paiement en roubles pour certaines exportations et en suspendant ses livraisons de gaz à plusieurs États européens via le gazoduc Yamal.

Ces mesures restrictives ont profondément redéfini l'environnement économique dans lequel opèrent les entreprises européennes présentes en Russie. Ces dernières, entendues comme l'ensemble des sociétés disposant d'activités commerciales, industrielles, financières ou d'investissements sur le territoire russe, se sont retrouvées confrontées à un dilemme stratégique majeur. Entre la nécessité de respecter le cadre réglementaire européen, les pressions d'opinion publique hostiles à la poursuite d'activités en Russie, et les enjeux financiers et opérationnels liés à leur présence locale, elles ont dû adapter rapidement leurs stratégies de gestion du risque, de retrait, de redéploiement ou de résilience économique.

À travers l'étude du cas spécifique de la Russie, ce travail entend également nourrir la réflexion plus générale sur l'efficacité, les limites et les effets secondaires des régimes de sanctions économiques dans le contexte globalisé actuel.

Problématique : Dans quelle mesure les décisions stratégiques des entreprises européennes face aux sanctions liées à la guerre en Ukraine ont-elles affecté leurs performances financières et leur positionnement à court et moyen terme ?

L'intérêt de ce mémoire est d'évaluer les répercussions des sanctions économiques sur les entreprises européennes opérant en Russie. Les entreprises, en tant qu'actrices majeures de la mondialisation économique, ne sont pas de simples spectatrices passives des conflits géopolitiques : elles en subissent les conséquences directes et doivent y répondre par des choix stratégiques rapides et parfois radicaux. La question centrale est alors de savoir comment ces entreprises ont ajusté leurs stratégies face aux pressions réglementaires, économiques et réputationnelles induites par les sanctions, et dans quelle mesure ces ajustements ont influencé leur performance économique.

L'étude s'intéressera ainsi à un échantillon de cinquante entreprises européennes ayant des activités significatives en Russie avant le déclenchement du conflit. Elle visera à tester l'hypothèse selon laquelle l'intensité des mesures prises en réponse à la guerre (fermeture complète, suspension partielle ou totale des activités, réduction des investissements ou poursuite des opérations) a un impact significatif sur leurs résultats financiers. Pour ce faire, une analyse d'événement (event study) sera menée afin d'observer la réaction immédiate des marchés financiers, à travers la variation du cours de bourse des entreprises étudiées à la suite du déclenchement de la guerre. L'analyse s'appuiera également sur l'évolution de plusieurs indicateurs clés, tels que le ratio capitalisation boursière / total des actifs, le retour sur fonds propres (ROE), le retour sur actifs (ROA) et l'EBITDA, afin d'évaluer les effets à moyen terme des décisions prises.

À travers l'analyse de la relation entre la stratégie adoptée et la performance économique observée, ce mémoire ambitionne de contribuer à une meilleure compréhension des défis auxquels sont confrontées les entreprises dans un environnement international marqué par l'incertitude politique et l'instabilité économique. Il vise également à nourrir la réflexion sur la capacité des sanctions économiques à atteindre leurs objectifs sans infliger des dommages collatéraux disproportionnés aux acteurs économiques issus des pays émetteurs eux-mêmes.

3.Objectifs du mémoire

Utilisation du modèle de Sonnenfeld

Dans le cadre de notre mémoire, nous nous appuyons sur le modèle développé par le professeur Jeffrey Sonnenfeld de la Yale School of Management pour catégoriser les entreprises en fonction de leur réaction stratégique à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ce modèle constitue une base pertinente pour analyser les comportements des entreprises face à un choc géopolitique majeur.

Nous l'utiliserons pour classer un échantillon de 50 entreprises européennes selon leur niveau de désengagement du marché russe, ce qui nous permettra ensuite d'évaluer l'impact de ces décisions sur leur performance boursière à court terme (à travers une méthodologie d'**event study**) et à moyen terme avec l'analyse de leur performance financière (étude du ROE, ROA, ratio de confiance des investisseurs). Le détail du modèle et de ses catégories sera présenté dans la section suivante.

Analyser l'impact des sanctions sur les performances des entreprises

L'objectif de notre mémoire est d'analyser l'impact des sanctions économiques sur les performances des entreprises, en particulier dans le contexte de la guerre en Ukraine.

En utilisant le modèle de Sonnenfeld, nous évaluerons les différentes stratégies adoptées par les entreprises face aux pressions économiques, politiques et sociétales, et mesurerons les conséquences de leurs décisions stratégiques sur leurs résultats financiers et leur positionnement sur les marchés. Cette analyse s'appuiera sur une **approche descriptive**, basée sur l'étude de **sources secondaires** telles que des articles de presse, des communiqués officiels et des rapports publics relatifs aux entreprises sélectionnées. L'objectif est d'éclairer les logiques de retrait ou de maintien observées, en contextualisant les choix stratégiques de chaque entreprise au regard de son secteur, de sa localisation et de sa position stratégique.

Étudier les différences de comportement entre entreprises américaines et européennes

Enfin, une autre dimension importante de ce mémoire sera d'étudier les différences de comportement entre les entreprises américaines et européennes face aux sanctions économiques, particulièrement en ce qui concerne leur stratégie d'adaptation.

En effet, si les sanctions européennes et américaines se rejoignent dans leurs objectifs, elles diffèrent parfois dans leurs modalités d'application et dans la manière dont elles affectent les entreprises.

Les entreprises européennes, en raison de leur proximité géographique et de leurs relations historiques avec la Russie, sont confrontées à des défis différents de ceux des entreprises américaines, qui n'ont pas la même exposition directe aux marchés russes.

Ce volet de l'étude permettra de mettre en lumière les facteurs culturels, géopolitiques et économiques qui influencent les stratégies d'adaptation des entreprises dans les deux contextes. Une telle analyse comparative enrichira la compréhension des effets des sanctions en fonction des caractéristiques spécifiques des entreprises et des marchés qu'elles desservent.

Pour ce faire, nous confronterons nos résultats empiriques à ceux obtenus par Tosun et al., qui analyse la réaction d'un large échantillon d'entreprises américaines à l'invasion de l'Ukraine, en s'appuyant également sur le modèle de Sonnenfeld. Cette comparaison permettra d'identifier des tendances différenciées, mais aussi des points de convergence dans les réponses stratégiques des entreprises selon leur origine géographique.

4. Cadre théorique et méthodologique

1. Présentation du modèle de Sonnenfeld et de ses adaptations possibles

Dans le contexte de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, de nombreuses entreprises multinationales ont été confrontées à une décision stratégique majeure : **faut-il quitter, réduire ou maintenir leur présence en Russie ?**

Le **modèle de Sonnenfeld**, élaboré par Jeffrey Sonnenfeld de la Yale School of Management, propose un cadre structurant pour analyser les différentes réponses corporatives face à ce dilemme géopolitique.

Sonnenfeld a classé les entreprises internationales opérant en Russie en cinq catégories (grades), selon leur niveau d'engagement ou de retrait après le déclenchement du conflit :

- **Grade A (Clean Break)** : Retrait total du marché russe, cessation complète des activités.
- **Grade B (Suspension)** : Suspension temporaire de l'activité, avec possibilité de retour.
- **Grade C (Scaling Back)** : Réduction partielle des opérations (fermeture de certaines branches, arrêt des nouveaux investissements...).
- **Grade D (Buying Time)** : Maintien des activités existantes, mais gel de toute expansion ou nouveauté.
- **Grade F (Digging In)** : Refus de quitter la Russie, poursuite des opérations comme si de rien n'était.

Le modèle ne comporte volontairement **pas de grade E**, ce qui souligne le positionnement binaire mais nuancé des entreprises sur cette échelle stratégique.

Le modèle s'inspire de la **notion de responsabilité des entreprises dans les conflits géopolitiques**, tout en intégrant une **logique de gouvernance éthique**. Il repose sur l'idée que, dans un contexte international incertain, les décisions des entreprises ne peuvent se limiter à une logique purement financière. Elles doivent aussi répondre aux attentes de parties prenantes variées : actionnaires, clients, autorités, médias, ONG, etc.

De plus, il est important de noter que les notations attribuées dans le cadre du modèle de Sonnenfeld sont **ex post**, c'est-à-dire qu'elles évaluent les décisions effectivement prises par les entreprises, sur la base d'informations publiques et de faits observables. Elles ne reflètent pas des intentions ou des engagements déclaratifs, mais bien des actions concrètes à un instant donné. Le présent mémoire adopte donc lui aussi une **perspective ex post**, en analysant les réactions a posteriori des entreprises face au déclenchement du conflit, ce qui permet de tirer des enseignements tangibles sur les comportements réels et non sur des discours stratégiques potentiels. Cette approche vise à offrir un éclairage factuel et structuré sur les dynamiques d'ajustement stratégique dans un contexte de crise géopolitique.

Les travaux de Tosun, Eshraghi et Vigne (2024) montrent que les marchés financiers ont réagi de manière **différenciée selon le grade** :

- **À court terme**, les décisions extrêmes (Grades A et F) sont **mal perçues**, les investisseurs semblant préférer des réponses **modérées** (Grades B à D), qui combinent prudence stratégique et responsabilité.
- **À long terme**, la tendance s'inverse : les marchés **récompensent** les entreprises ayant pris une **position claire contre la Russie** (notamment celles de Grade A), tandis que celles qui sont restées ou qui ont hésité (Grades D et F) voient leur performance boursière décliner.

Ces résultats révèlent un **changement dans la perception des investisseurs**, passant d'une approche pragmatique à une évaluation plus **éthique et politique** sur le long terme.

Bien que le modèle ait été initialement conçu pour les firmes américaines, il peut être **élargi aux entreprises européennes et asiatiques**, comme le montrent les différences de comportement observées entre investisseurs chinois, indiens et occidentaux.

Des adaptations du modèle peuvent aussi intégrer :

- Le **secteur d'activité** (énergie, finance, biens de consommation, etc.), car tous n'ont pas le même niveau de dépendance à la Russie.
- La **taille de l'entreprise**, ses ressources et sa flexibilité stratégique.
- La **structure de gouvernance** (entreprises publiques vs privées, niveau d'internationalisation, présence d'investisseurs institutionnels...).

- Les **contraintes juridiques ou politiques** propres à chaque pays d'origine.

Le modèle de Sonnenfeld, bien que pertinent et largement diffusé depuis le début du conflit russo-ukrainien, a été construit principalement à partir de données sur des entreprises **américaines**. En conséquence, les conclusions tirées jusqu'à présent reposent sur une analyse spécifique à un environnement culturel, réglementaire et économique nord-américain.

Dans cette optique, notre travail vise à **transposer le modèle de Sonnenfeld** à travers des **entreprises européennes** ayant des activités en Russie. En appliquant les **mêmes critères de classement (Grades A à F)** à un échantillon d'entreprises européennes issues de différents secteurs, nous cherchons à observer si leurs choix stratégiques (retrait, suspension, réduction ou maintien) s'inscrivent dans les mêmes dynamiques que celles identifiées aux États-Unis.

Par ailleurs, notre étude propose une **analyse comparative des performances financières** de ces entreprises (notamment à travers des indicateurs tels que la variation de l'EBITDA, du chiffre d'affaires ou de la capitalisation boursière) en fonction de leur grade. En cela, elle s'inspire des travaux empiriques de Tosun, Eshraghi et Vigne (2024), qui ont montré des écarts significatifs de performance selon le niveau d'engagement en Russie, avec une préférence du marché à long terme pour les entreprises s'étant désengagées (Grade A).

Ainsi, notre contribution permet d'apporter un **éclairage complémentaire** sur l'applicabilité et la robustesse du modèle de Sonnenfeld dans un contexte européen. Elle permet aussi d'**identifier les éventuelles spécificités comportementales** des entreprises européennes, que celles-ci soient d'ordre stratégique, sectoriel ou géopolitique.

Enfin, ce travail s'inscrit dans une réflexion plus large sur le rôle des entreprises dans les conflits internationaux, et sur la manière dont les marchés valorisent (ou pénalisent) leurs décisions dans ces contextes. Il contribue à enrichir le débat sur la **responsabilité sociétale des entreprises (RSE)** et sur la **gestion stratégique des risques géopolitiques** dans un monde de plus en plus instable.

2. Revue de la littérature sur l'impact des sanctions économiques et les décisions des entreprises en contexte de crise

L'étude de Gutmann, Neuenkirch et Neumeier (2023) qui s'intitule « *The economic effects of international sanctions: An event study* » constitue une analyse approfondie des effets macroéconomiques des sanctions internationales, à travers une approche d'**event study** combinée à des estimations en différences de différences (DiD). À partir d'un large panel de 158 pays entre 1960 et 2016, les auteurs montrent que les sanctions entraînent une **baisse significative de la croissance du PIB par habitant** (-2,8 % sur les deux premières années), sans retour au niveau initial même trois ans après la levée des mesures. Cette chute est attribuée principalement à une contraction de la consommation privée et de l'investissement, ainsi qu'à une diminution des investissements directs étrangers (-26,8 % en moyenne) et des échanges commerciaux. Les sanctions financières, en particulier, s'avèrent les plus dommageables, et l'impact est plus marqué lorsqu'elles sont imposées unilatéralement par les États-Unis. L'article met aussi en lumière une **réallocation budgétaire** vers les dépenses militaires dans les démocraties visées, illustrant une réponse politique à la pression économique. Enfin, l'étude réfute l'existence de tendances économiques négatives avant l'imposition des sanctions, soutenant ainsi une interprétation causale robuste des effets observés.

En exposant les mécanismes macroéconomiques à l'œuvre dans les pays ciblés - déclin de la demande intérieure, désengagement des investisseurs étrangers, chute des échanges -, cette recherche éclaire les effets indirects mais puissants des sanctions sur les environnements économiques dans lesquels évoluent les entreprises européennes. Elle alimente notre réflexion sur les **conditions structurelles et géopolitiques qui affectent la rentabilité et la stratégie d'implantation de ces entreprises**, en particulier dans un contexte de sanctions prolongées et de durcissement des dispositifs de conformité. L'article met également en perspective les enjeux de temporalité et de persistance des effets économiques, éléments essentiels pour apprécier les risques à long terme que ces mesures font peser sur les acteurs privés engagés dans des économies sanctionnées.

Dans leur article "*Who is to suffer? Quantifying the impact of sanctions on German firms*" (2024), Görg, Jacobs et Meuchelböck étudient les effets des sanctions européennes imposées à

la Russie en 2014 – à la suite de l’annexion de la Crimée – sur les entreprises exportatrices allemandes, un cas particulièrement pertinent pour analyser les conséquences concrètes des mesures économiques prises dans un contexte géopolitique tendu. Bien que leur étude porte sur la période antérieure à l’invasion de l’Ukraine en 2022, elle éclaire les dynamiques structurelles qui se sont de nouveau manifestées après cette dernière. En croisant des données douanières très détaillées avec des indicateurs de performance d’entreprises, les auteurs identifient une baisse marquée de l’activité exportatrice vers la Russie, tant en termes de valeur que de volume et de nombre de produits exportés. Ils montrent que les sanctions, notamment les restrictions commerciales et financières, ont eu un impact significatif non seulement sur les produits directement visés, mais aussi sur ceux qui ne l’étaient pas, révélant ainsi des effets indirects liés à **l’incertitude géopolitique** et au **risque réputationnel**. L’étude met aussi en évidence que les entreprises les plus touchées sont celles fortement dépendantes du marché russe, les autres ayant pu compenser par des réallocations vers d’autres marchés. Sur le plan de la performance, si l’effet moyen est modéré, certaines entreprises très exposées enregistrent des pertes substantielles en chiffre d’affaires (-4,2 %) et en emploi (-6,4 % d’effectif salarié). Cette recherche souligne donc que les sanctions économiques, bien qu’ayant des objectifs politiques, engendrent des coûts économiques non négligeables pour les entreprises européennes implantées ou actives en Russie, confirmant la vulnérabilité des acteurs économiques aux décisions de politique étrangère dans un contexte de conflit international.

Ces résultats alimentent directement notre réflexion dans le cadre de notre mémoire sur l’impact des sanctions économiques européennes et mondiales sur les entreprises européennes présentes en Russie. En se concentrant sur l’Allemagne, principal partenaire commercial de la Russie au sein de l’UE avant 2014, cette recherche fournit des éléments probants sur les conséquences concrètes des sanctions pour les firmes européennes exportatrices. Elle met en évidence des mécanismes économiques - désengagement partiel du marché russe, réduction de l’emploi, réallocation commerciale - qui éclairent les dynamiques post-2022 induites par le durcissement des sanctions internationales. Ce travail renforce ainsi notre hypothèse selon laquelle les sanctions, bien qu’ayant des objectifs politiques, **génèrent des coûts économiques différenciés pour les entreprises européennes selon leur degré d’exposition et leur capacité d’adaptation**.

Dans l’article "*Valuation of European firms during the Russia–Ukraine war*" (2022), Bougias, Episcopos et Leledakis étudient l’effet immédiat de la guerre en Ukraine sur la valorisation des

entreprises européennes, en mettant en lumière les conséquences économiques des sanctions internationales prises en réaction au conflit. En mobilisant le modèle structurel de Merton (1974) et des données boursières à haute fréquence, les auteurs estiment la dynamique des actifs et du risque de défaut de 964 entreprises européennes dans les jours entourant le début de l'invasion (24 février 2022). Ils constatent une chute significative de la valeur des actifs (-2,05 % en moyenne), une hausse de la volatilité, une augmentation des spreads de crédit, et surtout un triplement de la probabilité moyenne de défaut sur un an (de 0,32 % à 2,12 %). Ces effets sont particulièrement marqués pour les entreprises fortement exposées au marché russe, c'est-à-dire réalisant une part importante de leur chiffre d'affaires en Russie. Ce lien est confirmé par une analyse de régression, qui montre que l'exposition à la Russie est un déterminant significatif des baisses de valeur d'actifs et d'actions ainsi que de la hausse du risque de défaut.

Ces résultats entrent directement en résonance avec l'objet de notre mémoire. L'article fournit une quantification rigoureuse des effets de la guerre et des sanctions sur la solidité financière des firmes, montrant que l'exposition aux revenus russes constitue un facteur de vulnérabilité clé. Elle met en évidence non seulement les pertes immédiates de valeur, mais aussi **l'augmentation du risque de faillite** pour les entreprises les plus dépendantes du marché russe, soulignant ainsi l'enjeu stratégique du désengagement ou du maintien sur ce marché en période de conflit. Cette approche complète utilement notre analyse qualitative des sanctions, en apportant une dimension empirique sur la détérioration des fondamentaux financiers des entreprises concernées. Elle corrobore notre hypothèse selon laquelle les sanctions économiques, bien que géopolitiques par nature, ont des **retombées immédiates et mesurables sur la valorisation et le risque de crédit des firmes exposées**, renforçant ainsi la pertinence de notre étude dans un cadre de gestion du risque d'entreprise en contexte international.

L'étude de Huynh, Hoang et Ongena (2025), publiée dans *The British Accounting Review*, évalue de manière approfondie les effets économiques des sanctions étrangères sur la performance des **entreprises russes** entre 2000 et 2019. En mobilisant une base de données exhaustive portant sur plus de 8 000 observations de firmes cotées, les auteurs comparent les firmes du secteur énergétique, relativement épargnées par les sanctions, aux autres entreprises, via une méthodologie rigoureuse combinant régressions en différences de différences, appariement par score de propension et variables instrumentales. Leurs résultats révèlent que

les sanctions internationales ont conduit à une détérioration significative de la performance des entreprises russes non énergétiques : la rentabilité (mesurée par le ROA) chute de 3,4 points pour un écart-type d'intensité des sanctions. Cela signifie que, par exemple, si une entreprise avait un ROA de 5 %, celui-ci passerait à 1,6 %, en lien avec une hausse de l'intensité des sanctions d'un écart-type. Cette dégradation s'accompagne d'une diminution des investissements en capital fixe (-2,6 points) et en R&D (-1,1 point), ainsi que d'une hausse du coût moyen pondéré du capital (+2 points) et du risque politique au niveau des firmes. L'analyse montre également que les sanctions affaiblissent l'efficacité des investissements en réduisant le lien habituel entre les flux de trésorerie internes et les dépenses d'investissement. Cette moindre sensibilité suggère un durcissement des contraintes financières auxquelles les entreprises sont confrontées. Enfin, les auteurs mettent en évidence une **stratégie d'anticipation** de certaines firmes via des politiques de stock et de rachat d'actions avant les événements de Crimée (2014) et d'Ukraine (2022), ainsi qu'une redirection stratégique des exportations russes vers la Chine pour amortir les effets des sanctions.

Ces résultats viennent enrichir notre mémoire sur **l'impact des sanctions économiques européennes et mondiales sur les entreprises européennes présentes en Russie**, en offrant un regard complémentaire sur la manière dont les sanctions modifient structurellement l'environnement économique russe. Alors que notre travail se concentre sur les répercussions de ces mesures pour les entreprises européennes implantées localement, cette étude éclaire la dynamique côté russe, montrant que le durcissement des sanctions peut indirectement affecter les entreprises européennes via la **détérioration de la performance de leurs partenaires locaux**, la **hausse du risque opérationnel** ou encore la **complexification des chaînes d'approvisionnement**. L'identification de **facteurs de résilience** (secteur énergétique, liens politiques, redéploiement vers la Chine) ouvre par ailleurs des pistes de réflexion sur la capacité des entreprises à contourner ou absorber les sanctions, ce qui pourrait également influencer les stratégies de retrait ou de maintien adoptées par les groupes européens en Russie. On peut aussi se demander **quel était le degré de préparation des entreprises européennes face à un environnement géopolitique incertain** : dans quelle mesure ont-elles su anticiper ou non l'escalade des tensions ? Ont-elles disposé de marges de manœuvre suffisantes pour s'adapter aussi rapidement que leurs homologues russes ? Enfin, la stratégie russe de réorientation de ses exportations vers la Chine, qui semble avoir contribué à amortir les effets économiques des sanctions, soulève également une problématique structurelle pour les entreprises européennes : elle pourrait à terme accélérer une forme de désengagement économique entre la Russie et

l'Europe, avec une reconfiguration durable des circuits commerciaux, énergétiques et logistiques. Cela affecte les perspectives à long terme des entreprises européennes en Russie, en réduisant l'attractivité du marché, la stabilité des partenariats commerciaux, et la prévisibilité réglementaire. En ce sens, l'article met en évidence que l'impact des sanctions dépasse largement les seuls effets de court terme observables dans les résultats financiers : il s'agit d'un **changement de paradigme** dans les relations économiques internationales, auquel les entreprises européennes doivent répondre à travers des stratégies d'adaptation, de diversification géographique, voire de redéploiement sectoriel.

Les quatre études analysées permettent de mieux comprendre les effets multiformes des sanctions internationales sur les entreprises, en particulier européennes, dans le contexte de la guerre en Ukraine. D'un point de vue macroéconomique, l'étude de **Gutmann, Neuenkirch et Neumeier (2023)** montre que les sanctions entraînent une chute durable du PIB par habitant, en raison de la contraction de l'investissement, de la consommation et des flux commerciaux. À l'échelle des entreprises, **Görg, Jacobs et Meuchelböck (2024)** démontrent que les exportateurs allemands fortement exposés au marché russe subissent des pertes en chiffre d'affaires et en emploi, soulignant des effets indirects même sur les produits non sanctionnés. **Bougias, Episcopos et Leledakis (2022)** quantifient l'impact immédiat de la guerre et des sanctions sur les entreprises européennes : chute de valorisation, hausse du risque de défaut et vulnérabilité accrue pour les entreprises dépendantes des revenus russes. Enfin, **Huynh, Hoang et Ongena (2025)** révèlent que les entreprises russes non énergétiques sont fortement pénalisées (baisse de rentabilité, d'investissement, hausse du coût du capital), tandis que les firmes du secteur énergétique ou proches du pouvoir politique parviennent à se prémunir partiellement grâce à des stratégies d'anticipation et de réorientation vers la Chine.

Ensemble, ces travaux démontrent que les sanctions, bien qu'ayant des objectifs politiques, génèrent des effets économiques profonds, différenciés et durables sur les entreprises. Ils éclairent également les enjeux de résilience, d'adaptation stratégique et de gestion du risque pour les entreprises européennes implantées ou actives en Russie, confirmant la pertinence et l'actualité du sujet de notre mémoire.

3. Méthodologie de collecte et d'analyse des données

1. Identification des entreprises européennes concernées

Dans le cadre de cette étude, nous avons sélectionné un échantillon de 50 entreprises européennes cotées en bourse (voir Annexe pour la liste complète des entreprises sélectionnées par grade). Ce choix repose sur plusieurs critères méthodologiques :

- **Accessibilité et fiabilité des données** : les entreprises cotées sont soumises à des obligations de transparence, ce qui garantit l'accès à des données financières normalisées et comparables
- **Diversité géographique et sectorielle** : afin de refléter la pluralité de l'économie européenne, nous avons inclus des entreprises provenant de différentes zones (France, Allemagne, Royaume-Uni, Scandinavie, Benelux, Italie, Espagne) et appartenant à divers secteurs (industrie, consommation, services, énergie, santé, etc.).

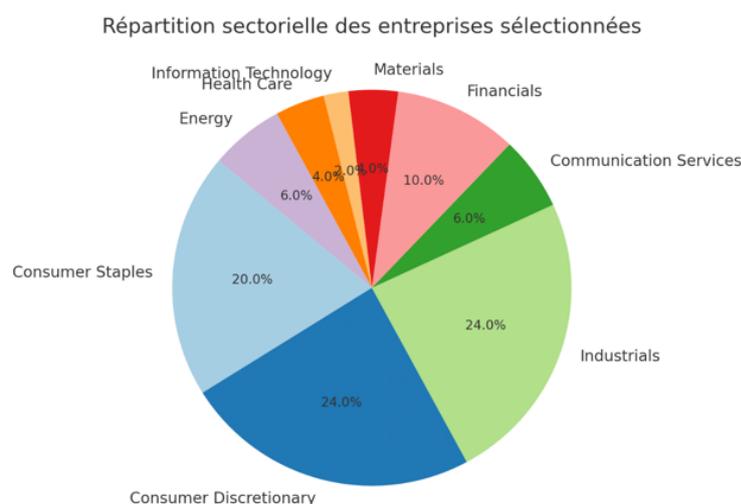


Figure 1 : Répartition sectorielle des entreprises sélectionnées

La répartition sectorielle, illustrée par le graphique en camembert, montre une prédominance des secteurs de l'industrie (24 %) et de la consommation discrétionnaire (24 %). Cette surreprésentation peut s'expliquer par leur forte exposition aux marchés internationaux, en particulier au marché russe, ce qui les rend plus sensibles aux décisions géopolitiques.

Les autres secteurs comme l'énergie, la finance, les technologies et les services de communication sont également représentés, bien que de façon plus modérée, permettant une

vision globale des réactions des différents acteurs économiques face à la guerre en Ukraine. Pour notre analyse, nous avons tenté de diversifier les différents secteurs d'activité au maximum.

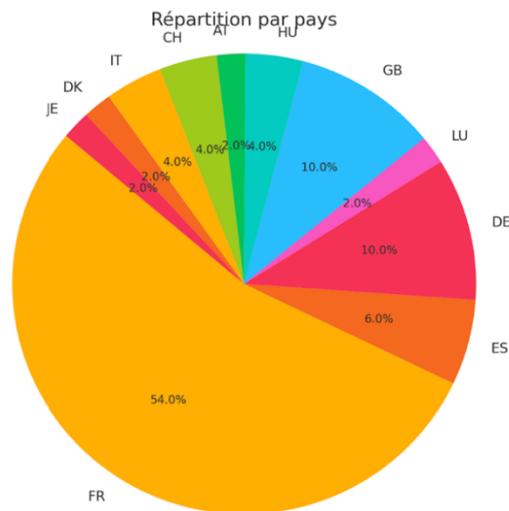


Figure 2 : Répartition par pays des entreprises sélectionnées

On constate que nous avons sélectionné majoritairement des entreprises françaises, qui représentent à elles seules 54 % du total. La **surreprésentation des entreprises françaises** peut notamment s'expliquer par un effet de *home bias*, c'est-à-dire une tendance à privilégier les entreprises du pays d'origine dans les analyses, en raison d'un meilleur accès à l'information, d'une familiarité accrue ou de contraintes linguistiques. Viennent ensuite l'Allemagne et le Royaume-Uni (10 % chacun), puis l'Espagne (6 %) et d'autres pays européens comme la Suisse, l'Italie ou la Hongrie, avec des parts plus modestes. Notre objectif a été de sélectionner des entreprises cotées avec une diversité géographique au sein de l'Europe. Collecte d'informations sur leurs décisions et leurs performances

Afin de comprendre la position des entreprises européennes vis-à-vis du marché russe, nous avons tout d'abord recueilli des informations à partir du site **Yale Russian Business Retreat**. Cette base de données, qui constitue également la source principale du modèle développé par Sonnenfeld, recense et met à jour régulièrement les décisions prises par les entreprises internationales depuis le début du conflit en Ukraine. Elle fournit une classification détaillée des degrés d'engagement ou de désengagement des entreprises, offrant ainsi une vue d'ensemble cohérente des réponses stratégiques face à la guerre.

Pour compléter et enrichir ces données, nous avons effectué un travail de croisement avec d'autres sources d'information. Ainsi, nous avons consulté des rapports annuels et trimestriels des entreprises concernées et des communiqués de presse. Par ailleurs, nous avons eu recours à des bases de données financières, notamment **Capital IQ Pro**, afin de collecter des données quantitatives sur l'échantillon sélectionné.

Deux types d'informations ont été extraits à ce stade : d'une part, les **décisions stratégiques** spécifiques prises par les entreprises en lien avec leurs activités en Russie (retrait total, suspension temporaire, réduction des activités, maintien, etc.) ; d'autre part, les **indicateurs de performance financière** permettant d'évaluer l'impact économique de ces décisions. Parmi ces indicateurs, nous avons retenu notamment l'EBITDA, le Return on Assets, le Return on Equity, le ratio capitalisation boursière / total des actifs, ainsi que l'évolution de la **valorisation boursière**, analysés à la fois avant et après la mise en œuvre des mesures stratégiques liées au contexte géopolitique. L'objectif de ce mémoire est de combiner ces deux types d'informations afin de combiner ces deux types d'informations afin d'**étudier les résultats et d'établir des analyses sur les données financières des entreprises au regard de leurs décisions stratégiques face à la guerre en Ukraine, en les mettant en relation avec leur classification.**

2. Classification des entreprises selon le modèle adapté

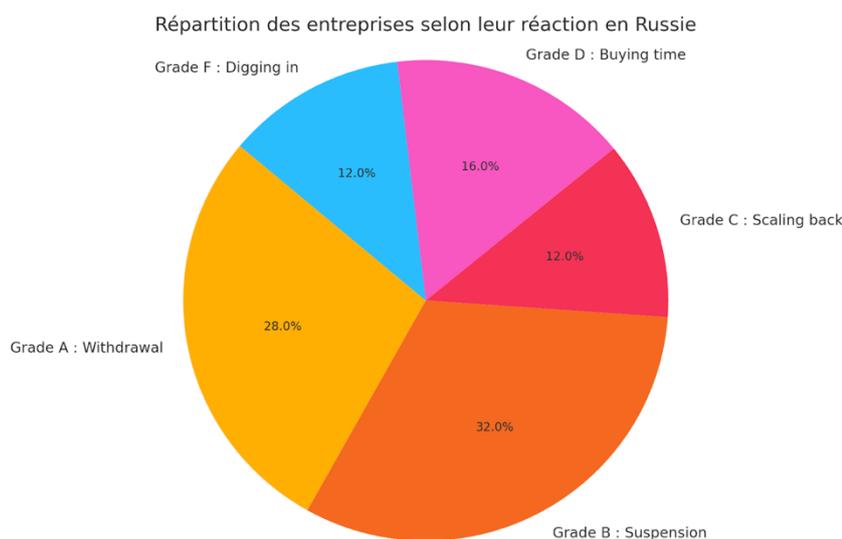


Figure 3 : Répartition des entreprises européennes selon le modèle de Sonnenfeld

Ce camembert illustre la répartition des entreprises européennes que nous avons sélectionnées pour notre analyse, selon le modèle de Sonnenfeld, qui classe les réactions des entreprises face à la guerre en Ukraine et aux sanctions internationales. D'après ce modèle :

- **32 % des entreprises** ont opté pour une **suspension de leurs activités** (Grade B), gardant la possibilité d'un retour ultérieur.
- **28 %** ont pris la décision la plus radicale en **quittant complètement le marché russe** (Grade A).
- **16 %** sont dans une posture d'attente, **suspendant les investissements sans réduire les activités actuelles** (Grade D).
- **12 %** ont **réduit partiellement leurs opérations** (Grade C)
- **12 %** continuent leurs activités **sans modification** malgré les pressions (Grade F).

Ces données révèlent que **60 % des entreprises ont choisi de se retirer totalement ou partiellement**, tandis qu'une minorité persiste à maintenir leur présence en Russie. Ce graphique met ainsi en évidence la diversité des stratégies adoptées selon les intérêts économiques, les pressions éthiques et les contraintes politiques.

5.L'impact des sanctions sur les entreprises européennes

1. Analyse descriptive des décisions de l'Union Européenne

Depuis le déclenchement de l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022, l'Union Européenne (UE) a adopté une série de mesures restrictives sans précédent. Celles-ci visent à sanctionner économiquement la Russie, tout en exerçant une pression pour un retrait militaire, mais elles ont également eu des répercussions importantes sur les entreprises européennes opérant en Russie.

L'UE a adopté **plus de 13 "paquets de sanctions"** depuis mars 2022, chacun successivement plus restrictif, couvrant un large éventail de domaines économiques et financiers. L'approche européenne s'est caractérisée par un renforcement progressif des sanctions pour répondre à l'évolution du conflit.

Premiers paquets de sanctions (février – mars 2022)

Dès le déclenchement de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, l'Union européenne a réagi rapidement en adoptant plusieurs séries de sanctions économiques et diplomatiques. Ces premières mesures visaient à sanctionner directement les élites russes responsables de l'agression, à affaiblir les capacités financières de l'État russe, ainsi qu'à restreindre son accès à des technologies stratégiques essentielles.

Parmi ces premières décisions, l'UE a imposé un **gel des avoirs** et une **interdiction de voyager** à plusieurs centaines de personnes et d'entités russes. Il s'agissait principalement de membres du gouvernement, d'oligarques influents et de sociétés stratégiques opérant dans les secteurs de l'énergie, de l'armement et des technologies de pointe. Cette approche ciblée visait à isoler les acteurs économiques proches du Kremlin et à compliquer leur mobilité ainsi que leur accès aux ressources financières internationales.

Sur le plan financier, l'Union européenne a frappé un grand coup en décidant l'**exclusion de plusieurs grandes banques russes du système SWIFT**, qui est le réseau mondial de messagerie pour les paiements interbancaires. Cette mesure a considérablement perturbé la capacité des banques russes à effectuer des transactions internationales. Par ailleurs, l'UE a interdit toute transaction avec la **Banque centrale de Russie**, gelant ainsi une grande partie de ses réserves de devises étrangères détenues en Europe. D'autres restrictions ont visé le **financement des entreprises publiques russes**, empêchant toute levée de fonds sur les marchés européens, et ont **limité l'accès** de la Russie aux services financiers de l'Union, renforçant ainsi son isolement économique.

En complément, l'UE a introduit des **restrictions commerciales** strictes. Les exportations vers la Russie de certaines **technologies sensibles** ont été interdites. Cela concernait notamment les **semi-conducteurs**, les **équipements aéronautiques**, ainsi que les **technologies de raffinage du pétrole**. Ces interdictions visaient à priver la Russie de composants et d'équipements critiques pour son développement industriel et militaire, tout en affaiblissant à long terme sa capacité d'innovation technologique.

L'impact pour les entreprises européennes s'est fait ressentir immédiatement. La perturbation du système bancaire a entraîné de sérieuses **difficultés dans les paiements transfrontaliers**, ralentissant ou bloquant les transactions commerciales en cours. Les groupes

européens présents en Russie ont rencontré des **obstacles majeurs pour rapatrier leurs bénéfiques**, du fait du contrôle accru des capitaux imposé par Moscou en réponse aux sanctions. Par ailleurs, la **situation réglementaire est devenue extrêmement incertaine**, obligeant les entreprises à renforcer leurs dispositifs de conformité, à revoir leurs contrats commerciaux, et dans certains cas, à suspendre temporairement leurs opérations dans le pays.

Ces premières mesures ont marqué un tournant dans la stratégie européenne, en rompant de manière nette avec la coopération économique intense qui prévalait avec la Russie depuis la fin de la Guerre froide.

Durcissement des sanctions (avril – décembre 2022)

Au cours de l'année 2022, face à la persistance du conflit en Ukraine et à l'escalade des violences, l'Union européenne a progressivement renforcé les sanctions initialement adoptées et a étendu leur champ d'application à de nouveaux secteurs stratégiques. Cette phase de durcissement visait à accroître la pression économique sur la Russie, en ciblant ses principales sources de revenus et ses infrastructures logistiques.

Dans le secteur de l'**énergie**, élément clé de l'économie russe, l'UE a pris des mesures historiques. Un **embargo sur les importations de charbon russe** a été mis en œuvre en août 2022, marquant la première interdiction européenne sur une ressource énergétique majeure en provenance de Russie. Ce dispositif a été suivi, en décembre 2022, par une **interdiction d'importation du pétrole brut russe transporté par voie maritime**, qui représentait une part significative des exportations pétrolières russes vers l'Europe. Cette décision a eu pour effet de réduire drastiquement les revenus pétroliers russes provenant du marché européen, tout en poussant les entreprises européennes à rechercher de nouvelles sources d'approvisionnement, notamment au Moyen-Orient et en Afrique.

Sur le plan des **transports**, l'Union a renforcé son isolement de la Russie en **interdisant l'entrée de camions russes sur le territoire européen**. Cette mesure a affecté les échanges commerciaux terrestres et a considérablement perturbé la logistique transfrontalière. Par ailleurs, une **interdiction d'accès aux ports européens a été imposée aux navires battant pavillon russe**, limitant les possibilités d'acheminer des marchandises russes vers et depuis l'Europe par voie maritime.

Concernant les **produits de luxe**, l'Union européenne a introduit une **interdiction d'exportation** de biens dépassant un certain seuil de valeur vers la Russie. Cette mesure visait à frapper directement les élites économiques russes et les classes aisées, traditionnellement consommatrices de produits européens de haute qualité tels que les voitures de luxe, la haute couture, les bijoux ou les montres suisses.

L'impact pour les entreprises européennes a été significatif et s'est manifesté à plusieurs niveaux. De nombreuses sociétés ont été contraintes de procéder à un **retrait partiel ou total** du marché russe ou à une **reconfiguration rapide de leurs chaînes d'approvisionnement**, pour contourner les interdictions et sécuriser de nouvelles sources de matières premières et de clients. Le durcissement des sanctions a également entraîné une **rupture brutale de contrats commerciaux existants**, exposant les entreprises à des pertes financières et à des litiges juridiques. Enfin, certains secteurs particulièrement exposés, comme **l'énergie**, le **luxe**, **l'automobile** et les **services** (notamment logistique, transport, consulting), ont vu **leurs débouchés lucratifs en Russie s'effondrer**, compromettant leurs perspectives de croissance à court et moyen terme.

En conséquence, l'année 2022 a marqué un tournant pour de nombreuses multinationales européennes, qui ont dû réévaluer leur stratégie internationale et réduire leur dépendance aux marchés russes.

Nouvelles restrictions et élargissement ciblé (2023)

En 2023, face à la résilience de l'économie russe malgré les sanctions initiales, l'Union européenne a décidé d'affiner et de sophistiquer davantage ses mesures restrictives. L'objectif était non seulement de continuer à fragiliser les bases économiques et technologiques de la Russie, mais aussi de combler les failles constatées dans l'application des sanctions précédentes.

L'un des axes majeurs de ce durcissement a concerné les **technologies avancées**. L'UE a imposé de nouvelles restrictions très strictes sur l'exportation de **composants électroniques de haute précision**, sur les **logiciels de cryptographie** essentiels à la sécurité des communications, ainsi que sur les **drones** et divers **équipements industriels** utilisés à des fins civiles et militaires. Ces mesures visaient à empêcher la Russie de moderniser son armée et ses

infrastructures critiques en l'isolant des technologies occidentales indispensables à sa compétitivité.

Parallèlement, l'Union européenne a renforcé ses **contrôles d'investissements**. Il est désormais interdit aux entreprises européennes d'**investir dans certains secteurs stratégiques russes**, en particulier dans l'**énergie**, les **mines** et les **infrastructures critiques** telles que les télécommunications ou les transports. L'objectif de ces restrictions est de limiter l'afflux de capitaux étrangers capables de soutenir des pans entiers de l'économie russe jugés essentiels pour son effort de guerre ou sa souveraineté industrielle.

Enfin, l'UE a mis en place des **restrictions secondaires** destinées à lutter contre les tentatives de contournement des sanctions via des pays tiers. Une **coopération renforcée avec des États non-membres** de l'Union a été instaurée, notamment en Asie centrale, au Moyen-Orient et en Afrique. Les entreprises européennes doivent désormais exercer une vigilance accrue pour éviter de traiter indirectement avec des entités russes via des intermédiaires étrangers, sous peine de se voir elles-mêmes sanctionnées.

L'impact pour les entreprises européennes a été notable. Ces nouvelles mesures ont considérablement **complexifié les processus de conformité** pour les groupes opérant à l'international. De nombreuses entreprises ont dû **investir massivement dans des audits juridiques renforcés**, dans la formation de leurs équipes en matière de sanctions, ainsi que dans des systèmes de traçabilité sophistiqués pour assurer le respect strict des réglementations. En outre, les risques liés aux **sanctions secondaires** – c'est-à-dire la possibilité d'être sanctionné pour des relations commerciales indirectes avec la Russie – se sont nettement accrus, augmentant les incertitudes juridiques et financières pour les opérateurs européens.

Ainsi, l'année 2023 a marqué une nouvelle étape dans la stratégie de l'Union européenne, caractérisée par une approche plus technique et systémique du régime de sanctions.

Pressions sur les services et nouvelles interdictions (2024)

En 2024, l'Union européenne a poursuivi l'intensification de son régime de sanctions contre la Russie en étendant son action à un secteur encore relativement épargné jusque-là : celui des **services**. L'objectif était de priver l'économie russe non seulement de biens matériels et

d'investissements, mais aussi du savoir-faire, de l'expertise et du soutien technique provenant de l'Europe.

Une mesure importante a été l'**interdiction de fournir des services de conseil** aux entreprises et organisations russes. Cette interdiction couvre un large éventail de domaines professionnels, notamment les **services juridiques**, les **services d'audit financier**, ainsi que le **conseil en management** et en **ingénierie**. Concrètement, cela signifie que les cabinets européens ne peuvent plus accompagner les entreprises russes dans leur gestion stratégique, leur mise en conformité, leur restructuration ou encore dans leurs projets de développement technologique et industriel. Cette mesure vise à couper la Russie de l'expertise occidentale essentielle à la modernisation de ses entreprises et à la gestion de ses actifs.

En parallèle, l'Union a introduit des restrictions spécifiques concernant les **services liés aux crypto-actifs**. Il est désormais interdit pour les **plateformes européennes** d'offrir des services financiers en cryptomonnaies aux **personnes physiques ou morales russes**. Cette interdiction cherche à limiter l'utilisation des cryptomonnaies comme alternative aux systèmes financiers classiques pour échapper aux sanctions. Les autorités européennes veulent ainsi empêcher les capitaux russes de circuler discrètement à l'échelle internationale via des canaux numériques non régulés.

L'impact pour les entreprises européennes s'est traduit par un **retrait massif des acteurs** du secteur du consulting, du droit et de la finance opérant sur le marché russe. De nombreux cabinets internationaux présents en Russie depuis des décennies ont dû cesser leurs activités ou céder leurs filiales locales. De plus, certaines **entreprises de niche**, notamment dans le **conseil technologique** et l'**ingénierie spécialisée**, ont perdu une part importante de leur clientèle, représentant parfois une portion stratégique de leur chiffre d'affaires. Ce retrait forcé a également affecté les revenus des grandes entreprises européennes du secteur des services, contribuant à la redéfinition de leurs priorités géographiques et stratégiques.

Ainsi, en 2024, l'Union européenne a étendu ses sanctions à des dimensions immatérielles, en empêchant la Russie de bénéficier du savoir-faire européen, renforçant ainsi l'isolement du pays sur les plans économique et technologique.

Dernières sanctions depuis 2025

En 2025, l'Union européenne a poursuivi le renforcement de son régime de sanctions contre la Russie, en adoptant de nouvelles mesures ciblées visant à affaiblir davantage les capacités économiques et militaires russes. Ces initiatives s'inscrivent dans la continuité des efforts déployés depuis 2022 pour répondre à l'agression militaire en Ukraine et pour réduire la dépendance de l'UE aux ressources énergétiques russes.

En février 2025, l'UE a adopté son **16ème paquet de sanctions**, comprenant notamment **l'interdiction des importations d'aluminium primaire** en provenance de Russie. Une période transitoire a été mise en place, permettant l'importation de 275 000 tonnes sur une période de 12 mois, soit environ 80 % des importations de 2024. Cette mesure vise à réduire les revenus de la Russie dans le secteur des métaux tout en permettant aux industries européennes de s'adapter progressivement.

Par ailleurs, l'UE a renforcé ses efforts pour lutter contre la **flotte fantôme russe**, un ensemble de navires utilisés pour contourner les sanctions sur les exportations de pétrole. En janvier 2025, de nouvelles sanctions ont été imposées à environ 200 navires pétroliers et méthaniers opérant depuis la Russie, ainsi qu'à des entreprises telles que Gazprom et Surgutneftegas. Ces mesures visent à entraver les capacités de la Russie à exporter son pétrole en contournant les restrictions internationales.

En matière énergétique, la Commission européenne envisage des **mesures législatives pour interdire aux entreprises de l'UE de conclure de nouveaux contrats pour des combustibles fossiles russes**, notamment le gaz naturel liquéfié (GNL). Des options sont également à l'étude pour permettre aux entreprises de résilier les contrats existants sans pénalités, en invoquant la force majeure. Ces initiatives visent à réduire la dépendance de l'UE au gaz russe, qui représentait encore 19 % de l'approvisionnement total en gaz et GNL en 2024.

Enfin, l'UE a élargi ses sanctions en ciblant **les exportations de technologies à double usage**, notamment les logiciels liés aux machines-outils à commande numérique (CNC) et les composants électroniques utilisés dans les drones militaires. Des restrictions supplémentaires ont été imposées sur les exportations de produits chimiques, de minéraux et de matériaux industriels ayant une importance militaire. Ces mesures visent à limiter l'accès de la Russie à des technologies critiques pour son complexe militaro-industriel.

Ces nouvelles sanctions de 2025 témoignent de la détermination de l'Union européenne à maintenir la pression sur la Russie, en ciblant des secteurs clés de son économie et en renforçant les mécanismes de contrôle pour éviter le contournement des mesures existantes.

2. Analyse descriptive des décisions des entreprises européennes

Face aux sanctions imposées par l'Union européenne ainsi qu'à la dégradation rapide du climat politique et économique en Russie, les entreprises européennes ont été confrontées à des décisions stratégiques majeures. Selon leur secteur d'activité, leur niveau d'exposition au marché russe et leur sensibilité médiatique, les réponses ont varié : retrait total, suspension d'activités, cession d'actifs ou maintien partiel avec adaptation locale. Cette section propose une analyse détaillée des principales décisions prises par les grandes entreprises européennes.

Retrait rapide : l'exemple de Renault

L'un des cas les plus emblématiques de retrait d'entreprise européenne de Russie est sans doute celui du constructeur automobile **Renault**. Présent dans le pays depuis l'effondrement de l'Union soviétique, Renault avait progressivement renforcé sa position, devenant un acteur incontournable du marché automobile russe. En 2008, Renault avait acquis une **participation majoritaire** dans **Avtovaz**, le plus grand constructeur automobile russe, propriétaire de la célèbre marque **Lada**. Avant le déclenchement de la guerre en Ukraine, la Russie représentait **environ 8 % du chiffre d'affaires mondial** de Renault, faisant du pays son **deuxième marché** derrière la France.

Cependant, avec l'invasion de l'Ukraine en février 2022, la pression politique, sociale et médiatique s'est intensifiée. De nombreux gouvernements occidentaux, dont la France, ainsi que la société civile, ont exigé que les entreprises occidentales mettent un terme à leurs activités en Russie pour ne pas contribuer indirectement à l'économie de guerre du Kremlin. Sous cette double pression – interne et externe – **Renault a décidé dès mars 2022 de suspendre ses activités industrielles** en Russie, y compris la production dans son usine de Moscou.

Le 16 mai 2022, le groupe Renault a officialisé son **désengagement complet** du marché russe. L'entreprise a **cédé 100 % de ses parts dans Avtovaz** au **NAMI** (l'Institut central de recherche scientifique automobile et moteur), une institution publique russe dépendant du ministère de l'Industrie et du Commerce. La transaction s'est faite pour **un prix symbolique**, estimé à un

rouble, dans un contexte où les investisseurs étrangers étaient de plus en plus contraints par le gouvernement russe de vendre leurs actifs à des conditions désavantageuses.

Néanmoins, Renault a négocié dans l'accord une **option de rachat de six ans**, ce qui laisse théoriquement la porte ouverte à un éventuel retour si le contexte géopolitique venait à se normaliser. Cette stratégie vise à préserver, sur le long terme, une possibilité de regagner une place sur le marché russe sans devoir repartir de zéro.

D'un point de vue financier, la sortie de Russie a représenté un **coup majeur** pour Renault. Le groupe a enregistré une **perte exceptionnelle de près de 2,3 milliards d'euros** liée à la dépréciation de ses actifs russes. Malgré cette perte, le retrait a été présenté comme une décision stratégique visant à **réorienter Renault vers ses marchés clés** en Europe, à **accélérer sa transition vers l'électrification** de sa gamme et à **réduire sa dépendance aux marchés politiquement instables**.

Dès l'annonce de cette sortie, Renault a intensifié ses investissements en Europe, notamment via son projet "Renaulution", visant à renforcer sa compétitivité dans les véhicules électriques et à haut rendement énergétique. Cette transition stratégique est également symbolisée par la création d'**Ampère**, une entité dédiée exclusivement aux véhicules électriques et aux logiciels, annoncée fin 2022.

Année fiscale	ROE (%)
2021	2,06 %
2022	5,57 %
2023	7,68 %

Figure 4 : Évolution du ROE de Renault entre 2021 et 2023 (source : Capital IQ)

L'évolution du Return on Equity (ROE) de Renault entre 2021 et 2023 témoigne d'un redressement significatif de la performance financière du groupe. En 2021, le ROE s'établissait à seulement 2,06 %, traduisant une rentabilité encore faible dans un contexte post-COVID marqué par des tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une demande instable.

En 2022, malgré le retrait brutal du marché russe et la perte exceptionnelle de 2,3 milliards d'euros liée à la cession d'AvtoVAZ, le ROE de Renault progresse fortement pour atteindre 5,57 %. Cette amélioration s'explique par une restructuration stratégique réussie, la réduction des actifs risqués et un recentrage sur les marchés européens, plus stables et à plus forte marge.

La tendance se confirme en 2023, avec un ROE de 7,68 %, niveau qui reflète la montée en puissance du plan "Renaulution", l'optimisation de la structure financière, et le développement de l'entité Ampère dédiée aux véhicules électriques. Ainsi, Renault parvient à renforcer la rentabilité de ses capitaux propres malgré un contexte géopolitique tendu, illustrant l'efficacité de sa stratégie de repositionnement industriel et financier.

Ainsi, l'exemple de Renault illustre de manière particulièrement nette comment les entreprises européennes, même très exposées, ont dû prendre des décisions rapides et radicales pour adapter leur stratégie à un nouvel environnement géopolitique profondément instable.

Maintien partiel : l'exemple de Auchan et Leroy Merlin

Face à la guerre en Ukraine et aux sanctions européennes contre la Russie, certaines entreprises européennes ont choisi de **maintenir partiellement** leurs activités sur le territoire russe, estimant que leur présence pouvait être justifiée pour des raisons humanitaires ou stratégiques. Les cas d'**Auchan** et de **Leroy Merlin** (groupe ADEO) illustrent parfaitement cette posture intermédiaire, qui a exposé ces entreprises à des critiques intenses, tant sur le plan éthique que politique.

Auchan, enseigne majeure de la grande distribution française, était présente en Russie depuis **2002**. Avant la guerre, la Russie constituait un marché clé pour Auchan, représentant environ **10 % de son chiffre d'affaires global**, avec **plus de 230 magasins** implantés sur tout le territoire. Après l'invasion de l'Ukraine, alors que de nombreuses multinationales occidentales annonçaient leur retrait ou leur suspension d'activité, Auchan a pris la décision de **continuer ses opérations en Russie**.

Le groupe a justifié ce choix par un **argument humanitaire**, affirmant que son rôle premier était de **fournir des produits alimentaires et de première nécessité** aux populations russes, indépendamment du contexte politique. Auchan a également évoqué la protection de ses **30**

000 employés en Russie, soulignant que la fermeture brutale de ses magasins aurait des conséquences sociales graves.

Néanmoins, cette décision a été **très mal perçue** en Europe et en Ukraine. Le président ukrainien **Volodymyr Zelensky** a publiquement critiqué Auchan lors d'une allocution devant les parlementaires français, appelant au boycott de la marque et dénonçant son "collaborationnisme économique". Cette polémique a terni l'image d'Auchan en France et dans d'autres pays européens, entraînant des pressions politiques, des campagnes de boycott, et une mobilisation d'ONG pour inciter l'enseigne à se retirer du marché russe.

Leroy Merlin, autre acteur français majeur du secteur de la distribution, a connu une trajectoire similaire. Présent en Russie depuis le début des années 2000, Leroy Merlin y est devenu **leader du marché du bricolage**, avec **plus de 110 magasins** et plusieurs milliers d'employés. Comme Auchan, le groupe a d'abord décidé de **maintenir ses opérations**, invoquant le même raisonnement humanitaire et social. La Russie représentait une part substantielle de ses revenus, ce qui rendait toute décision de retrait économiquement coûteuse.

Toutefois, face à l'intensification des **risques opérationnels** (nationalisations arbitraires, blocages de fonds, incertitudes logistiques) et à la **pression croissante sur son image de marque** à l'international, la maison-mère **ADEO** (propriété de l'Association Familiale Mulliez) a finalement annoncé, en **mars 2024**, son **désengagement progressif** de Russie. La stratégie adoptée a été celle d'une **cession d'activités à un acteur local**. Cette démarche visait à réduire l'exposition juridique et médiatique du groupe, tout en limitant les pertes économiques liées à un retrait pur et simple.

Ce processus de sortie a été présenté comme progressif pour garantir une **transition respectueuse des employés** russes et assurer une **continuité de service** pour les consommateurs, minimisant ainsi les accusations d'abandon brutal.

Ces deux exemples révèlent la **complexité des arbitrages** auxquels sont confrontées les entreprises européennes opérant dans des environnements politiquement instables. Entre **impératifs humanitaires** (assurer l'accès de la population à des biens essentiels), **intérêts économiques** (protéger des investissements lourds et rentables) et **responsabilités sociales et éthiques** (répondre aux attentes de la communauté internationale), les décisions sont souvent

un compromis difficile, exposant les entreprises à des risques multiples : réputationnels, juridiques, financiers et opérationnels.

Retrait discret : l'exemple de Sodexo

Si certaines entreprises européennes ont choisi d'afficher publiquement leur retrait de Russie à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine, d'autres ont préféré adopter une **stratégie de retrait discret**, afin de **minimiser les risques médiatiques** et **d'éviter d'éventuelles représailles économiques ou politiques** de la part du gouvernement russe. C'est notamment le cas de **Sodexo**, le géant français de la restauration collective et des services aux entreprises.

Avant le conflit, Sodexo exploitait en Russie une activité stable, opérant dans les domaines de la **restauration d'entreprise**, des **services aux écoles**, aux **hôpitaux** ainsi qu'aux **entreprises industrielles**, et employant **plusieurs milliers de collaborateurs** dans le pays. Le marché russe représentait une part notable mais non stratégique du chiffre d'affaires global du groupe.

Cependant, dès le printemps 2022, la **dégradation rapide** de l'environnement économique et politique, conjuguée aux **sanctions européennes**, a rendu la situation opérationnelle de plus en plus précaire pour les entreprises occidentales. La détérioration des chaînes d'approvisionnement, les restrictions sur les transferts de fonds, ainsi que l'incertitude réglementaire croissante ont fortement fragilisé les perspectives d'activité durable en Russie.

Contrairement à d'autres multinationales ayant opté pour une communication publique et parfois militante sur leur désengagement, Sodexo a fait le choix de **procéder discrètement** à son retrait. Dès l'été 2022, l'entreprise a **cédé ses activités locales à un partenaire russe**, dont l'identité n'a pas été largement médiatisée. L'opération a été menée **sans grande annonce officielle**, évitant ainsi d'attirer l'attention des autorités russes et des médias internationaux sur les détails de la transaction.

La **justification officielle** avancée par Sodexo reposait sur **l'impossibilité d'assurer la continuité de ses standards de qualité et de sécurité** dans un contexte devenu extrêmement instable. Dans les faits, cette stratégie discrète de retrait a permis à Sodexo d'**éviter une confrontation politique directe** avec les autorités russes, qui menaçaient à l'époque de **saisir** ou de **nationaliser** les actifs des entreprises occidentales quittant précipitamment le pays. De plus cela lui a permis de **protéger son image** en limitant l'exposition médiatique sur la question

sensible du retrait, échappant ainsi aux accusations de collaboration ou d'abandon selon les points de vue. Enfin Sodexo a **sécurisé au mieux ses actifs restants** en négociant une cession ordonnée plutôt qu'une perte brutale ou forcée.

Le **cas de Sodexo** illustre donc l'existence d'une **troisième voie stratégique** face au dilemme posé par le maintien ou le retrait : une approche de **désengagement discret et pragmatique**. Cette stratégie a été favorisée par la **taille relativement modérée** des opérations de Sodexo en Russie, par la **nature de ses activités** de services peu médiatiques, ainsi que par sa volonté de **limiter les pertes financières** tout en **respectant ses engagements sociaux** envers ses employés locaux.

Maintien sous conditions : l'exemple de Total Énergies

Parmi les grands groupes européens confrontés aux choix difficiles liés à la guerre en Ukraine, **TotalEnergies** illustre un cas emblématique de **stratégie intermédiaire** entre retrait total et maintien d'activités ciblées. Avant 2022, TotalEnergies occupait une position stratégique importante en Russie, notamment à travers ses participations dans plusieurs projets majeurs de **gaz naturel liquéfié (GNL)**, dont **Yamal LNG**, déjà opérationnel, et **Arctic LNG 2**, en cours de développement. La Russie représentait alors environ **16 %** de la production mondiale d'hydrocarbures du groupe, ce qui en faisait l'un des piliers de son portefeuille énergétique.

Avec l'invasion de l'Ukraine en février 2022, TotalEnergies a rapidement été confronté à une pression politique et médiatique intense, tant en France qu'à l'échelle internationale, appelant à un désengagement total de ses activités en Russie. Contrairement à d'autres majors pétrolières comme **BP** et **Shell**, qui ont annoncé leur retrait complet et immédiat du marché russe, TotalEnergies a opté pour une approche plus nuancée. Dès le mois de mars 2022, le groupe a annoncé l'arrêt de tout nouvel investissement en Russie et a commencé à céder certaines de ses participations minoritaires, notamment dans des sociétés de production de pétrole et de gaz conventionnels. De plus, TotalEnergies a cessé l'achat de pétrole brut et de produits raffinés russes destinés aux marchés européens.

Cependant, TotalEnergies a choisi de **maintenir ses participations** dans les grands projets gaziers stratégiques orientés vers l'exportation, en particulier ceux tournés vers le marché asiatique. Le groupe a justifié cette décision en arguant que ces projets n'étaient pas destinés à approvisionner l'Europe et qu'un retrait précipité aurait eu pour seul effet de transférer les parts

européennes à des acteurs chinois ou indiens, sans pénaliser véritablement l'économie russe. En d'autres termes, la sortie de TotalEnergies aurait non seulement nuï aux intérêts européens, mais aurait également renforcé l'influence énergétique de puissances concurrentes.

Cette position intermédiaire a suscité de vives critiques. Sur le plan éthique, de nombreuses voix, dont des ONG et certains responsables politiques, ont dénoncé le maintien d'une activité économique en Russie, même indirecte, comme étant incompatible avec les sanctions internationales et l'esprit de solidarité avec l'Ukraine. Sur le plan économique, certains analystes ont au contraire souligné la rationalité de la décision, estimant qu'une rupture brutale aurait détruit des investissements de plusieurs milliards d'euros et fragilisé la position stratégique de TotalEnergies à long terme sur le marché mondial du gaz.

TotalEnergies a également mis en avant sa **responsabilité sociale**, rappelant que ses projets en Russie faisaient travailler de nombreux employés et sous-traitants locaux, et qu'un désengagement désordonné aurait provoqué des dommages sociaux importants. En adoptant cette stratégie de maintien sous conditions, TotalEnergies a cherché à trouver un équilibre entre la préservation de ses intérêts économiques, la maîtrise des risques juridiques et financiers, et la gestion des pressions politiques et éthiques.

En définitive, le cas de TotalEnergies révèle toute la complexité pour une grande entreprise internationale de naviguer dans un contexte géopolitique profondément instable. Il montre que les décisions ne se limitent pas à un simple choix binaire entre "rester" ou "partir", mais qu'elles s'inscrivent dans une logique d'**optimisation des risques**, de **défense d'actifs stratégiques** et de **négociation permanente avec les multiples contraintes de la mondialisation**.

Adaptation industrielle : l'exemple de Schneider Electric

Parmi les grandes entreprises industrielles européennes confrontées à la nécessité de repenser leur présence en Russie, **Schneider Electric** constitue un exemple emblématique d'**adaptation stratégique** face à un environnement devenu imprévisible. Spécialisé dans les équipements électriques, la gestion de l'énergie et les automatismes industriels, Schneider Electric possédait avant 2022 une implantation solide en Russie, avec plusieurs usines, centres logistiques et bureaux commerciaux.

Dès le début du conflit en Ukraine, la situation économique et politique en Russie s'est rapidement détériorée pour les acteurs étrangers. Schneider Electric a constaté une multiplication des obstacles opérationnels : contrôle accru des flux financiers, perturbations des chaînes d'approvisionnement, insécurité juridique et risques de nationalisations. Dans ce contexte, le groupe a annoncé, au printemps 2022, sa décision de **céder l'ensemble de ses activités russes à des investisseurs locaux**. Ce choix visait à garantir une transition maîtrisée, plutôt qu'un arrêt brutal susceptible d'entraîner des pertes majeures et d'exposer l'entreprise à des sanctions ou à des représailles de la part des autorités russes.

La décision de retrait a été motivée avant tout par **l'impossibilité de maintenir des opérations viables** dans un cadre réglementaire devenu totalement imprévisible. Les sanctions internationales limitaient par ailleurs l'accès aux composants stratégiques, essentiels pour les produits de Schneider Electric, aggravant les défis logistiques et rendant toute perspective de développement industriel à moyen terme très incertaine.

Conscient des impacts humains de son départ, Schneider Electric a veillé à **accompagner ses salariés locaux** tout au long du processus de transition. Des mécanismes spécifiques ont été mis en place pour assurer la continuité de l'emploi pour une partie des effectifs, transférés aux nouveaux investisseurs russes. L'entreprise a également cherché à garantir des conditions de transfert acceptables pour ses équipes, illustrant ainsi une volonté de **limiter au maximum l'impact social** de son retrait.

Le cas de Schneider Electric démontre que, pour les entreprises industrielles fortement intégrées à des écosystèmes locaux, le retrait d'un marché ne peut pas se résumer à une décision financière. Il implique également des considérations sociales, logistiques et éthiques complexes. Ce retrait ordonné illustre une approche pragmatique consistant à **protéger les actifs existants**, à **respecter les collaborateurs sur place** et à **se prémunir contre des risques juridiques** lourds, tout en se repositionnant sur des marchés moins exposés aux incertitudes géopolitiques.

3. Analyse de l'impact des sanctions sur les performances financières des entreprises

1. Étude quantitative de la confiance des investisseurs, ROE, ROA, EBITDA

Étude ratio de la confiance des investisseurs : Market Cap / Total Assets

Dans le but de déterminer si les décisions stratégiques des entreprises face à la guerre en Ukraine ont exercé une influence significative sur la confiance des investisseurs, nous avons réalisé une **analyse de la variance à un facteur (test ANOVA)**. Plus précisément, nous avons cherché à savoir si le **ratio Market Capitalization / Total Assets**, utilisé comme indicateur de cette confiance, différerait en fonction des **grades attribués aux entreprises selon le modèle de Sonnenfeld** (Grades A à F).

Analyse de variance: un facteur

RAPPORT DÉTAILLÉ

Groupes	Nombre d'échantillons	Somme	Moyenne	Variance
variation Ratio Market Cap / Total Assets	49	1,311043554	0,026755991	0,107288087
	49	125	2,551020408	1,87755102

ANALYSE DE VARIANCE

Source des variations	Somme des carrés	Degré de liberté	Moyenne des carrés	F	Probabilité	Valeur critique pour F
Entre Groupes	156,1118158	1	156,1118158	157,3042522	6,09032E-22	3,940162717
A l'intérieur des groupes	95,27227716	96	0,992419554			
Total	251,3840929	97				

Figure 5 : Résultats test ANOVA (source des données : Capital IQ)

Les résultats du test ANOVA montrent une statistique F de **157,30**, largement supérieure à la **valeur critique de 3,94**, avec une **p-value extrêmement faible ($6,09 \times 10^{-22}$)**. Ces résultats sont statistiquement très significatifs, ce qui nous permet de **rejeter l'hypothèse nulle** selon laquelle les moyennes des différents groupes seraient identiques.

En d'autres termes, nous pouvons conclure que **les choix stratégiques des entreprises - représentés par les grades - ont eu un effet significatif sur la variation du ratio Market Cap / Total Assets**. Cela signifie que **les investisseurs ont effectivement réagi différemment**

selon le positionnement des entreprises vis-à-vis de la Russie, traduisant une forme de valorisation ou de sanction boursière en fonction de la posture adoptée.

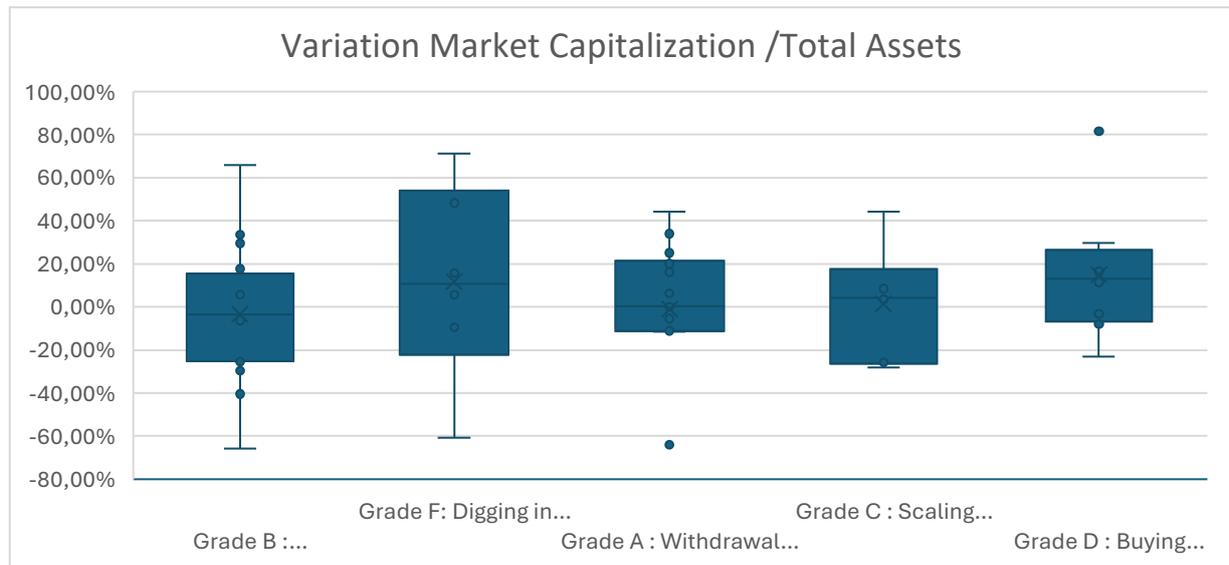


Figure 6: Graphique en boîte de la variation du ratio Market Cap / Total Assets (source des données : Capital IQ)

Ce graphique en boîte illustre la **variation du ratio capitalisation boursière / total des actifs (Market Capitalization / Total Assets)** entre 2021 et 2023, en fonction des **grades définis par le modèle de Sonnenfeld**. Ce ratio est souvent utilisé comme **indicateur de la confiance des investisseurs** envers une entreprise : plus il est élevé, plus les investisseurs estiment que l'entreprise a un fort potentiel de création de valeur au-delà de ses actifs comptables.

- **Grade A (Withdrawal)** : Les entreprises qui ont complètement quitté la Russie présentent une **légère hausse médiane** de ce ratio, suggérant que le marché a globalement salué leur retrait. Toutefois, quelques cas ont subi de fortes baisses, montrant une diversité de réactions des investisseurs.
- **Grade B (Suspension)** : Ici, la **médiane est proche de zéro**, avec une forte dispersion, ce qui indique une incertitude des investisseurs vis-à-vis de ces entreprises. Certaines ont été pénalisées, d'autres valorisées, traduisant une stratégie perçue comme ambiguë.
- **Grade C (Scaling back)** : Ces entreprises montrent une **variation modeste mais stable**. Cela suggère que la réduction partielle des activités a été perçue comme une stratégie prudente et mesurée, ni trop punitive, ni fortement valorisée.

- **Grade D (Buying time)** : C'est le **groupe avec la meilleure performance médiane** du ratio, avec peu de valeurs extrêmes négatives. Cela signifie que les entreprises ayant temporisé sans décisions radicales ont su rassurer les marchés, peut-être grâce à une flexibilité perçue comme avantageuse.
- **Grade F (Digging in)** : Bien que très dispersés, les résultats montrent une **médiane relativement élevée**, ce qui peut paraître contre-intuitif. Cela pourrait refléter la performance spécifique de certains secteurs (ex. énergie) où rester en Russie a pu être économiquement avantageux, malgré les controverses.

Grade	Variation (%)	Interprétation
A	+25 %	Les entreprises qui ont quitté la Russie ont, en moyenne, vu une hausse de confiance des investisseurs.
B	-5 %	Celles qui ont suspendu leurs activités ont connu une légère baisse de confiance .
C	+4 %	Les entreprises qui ont réduit leurs activités ont eu une petite amélioration , mais assez modeste.
D	+12 %	Attendre semble avoir été positivement perçu par les investisseurs.
F	-14 %	Les entreprises restées actives en Russie ont subi la plus forte baisse de confiance .

Figure 7 : Étude de la variation moyenne de Market Cap / Total Assets par groupe (source : Capital IQ)

Dans le cadre de cette analyse, nous avons calculé la **variation moyenne du ratio Market Capitalization / Total Assets entre 2021 et 2023** pour chaque groupe d'entreprises classé selon les **grades du modèle de Sonnenfeld**. Ce ratio est un indicateur pertinent pour mesurer la **confiance des investisseurs**, puisqu'il met en relation la valeur boursière d'une entreprise avec la taille de ses actifs.

L'objectif de ce calcul était de **comparer l'évolution de cette confiance en fonction des décisions stratégiques prises par les entreprises vis-à-vis de leur présence en Russie**. En

d'autres termes, cela permet d'observer si certaines postures (comme le retrait total ou le maintien des activités) ont été mieux perçues par les marchés financiers que d'autres.

Ainsi, pour chaque grade (A à F), nous avons évalué la moyenne des variations individuelles du ratio entre 2021 et 2023, ce qui permet de **mettre en évidence les tendances générales** selon les choix faits dans le contexte géopolitique.

Globalement, on observe que **les entreprises ayant pris une décision claire, notamment un retrait total (Grade A), ont bénéficié d'une hausse de confiance**, traduite par une progression de leur ratio. À l'inverse, celles qui ont **maintenu ou renforcé leur présence en Russie (Grade F)** ont connu **une dégradation notable** de ce ratio, signe d'une **perte de confiance de la part des marchés**.

Les entreprises ayant opté pour une stratégie intermédiaire - suspension, réduction des opérations ou attentisme - ont connu des résultats **plus mitigés**, voire contrastés selon les cas, ce qui souligne que **l'ambiguïté ou l'indécision stratégique a pu engendrer une incertitude** chez les investisseurs.

Le **grade A** regroupe les entreprises qui ont **quitté totalement le marché russe** après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Ces entreprises ont enregistré une **hausse moyenne de confiance des investisseurs de +25 %**, ce qui constitue la variation la plus positive parmi les différents profils analysés. Cette réaction s'explique par plusieurs facteurs. D'une part, ce retrait clair et assumé a été perçu comme une **prise de position forte et cohérente**, valorisée sur le plan éthique et en accord avec les attentes croissantes en matière de responsabilité sociale des entreprises. D'autre part, en choisissant de se désengager rapidement, ces entreprises ont **réduit leur exposition aux risques politiques, juridiques et financiers** liés à la Russie, ce qui a rassuré les investisseurs sur leur capacité à protéger leur image et leur stabilité à long terme. Enfin, cette stratégie a donné un **signal de clarté et de maîtrise** dans un contexte de crise, ce qui a renforcé la perception de leur gouvernance. En somme, le retrait total a été interprété comme une décision stratégique ferme et bénéfique, à la fois sur le plan moral et financier.

Le **grade B** correspond aux entreprises ayant choisi de **suspendre temporairement leurs activités en Russie**, sans pour autant annoncer un retrait définitif. Cette position intermédiaire a entraîné une **légère baisse de confiance des investisseurs (-5 %)**. Cette diminution peut

s'expliquer par le **manque de clarté stratégique** : une suspension, sans perspective précise sur la suite, peut être perçue comme une mesure provisoire, hésitante ou opportuniste, ce qui crée de l'incertitude sur la vision à long terme de l'entreprise. Par ailleurs, cette décision n'offre pas de **bénéfices immédiats**, ni sur le plan financier - les coûts fixes peuvent persister malgré l'arrêt temporaire - ni sur le plan réputationnel, contrairement aux entreprises ayant quitté totalement le marché russe, qui ont bénéficié d'une reconnaissance plus forte. En somme, cette **stratégie de pause** est vue comme un compromis qui rassure peu et expose toujours à des risques opérationnels, d'où la réaction prudente voire légèrement négative des marchés.

Le **grade F** correspond aux entreprises qui ont **maintenu pleinement leurs activités en Russie**, malgré la guerre et les sanctions économiques mises en place. Ces entreprises ont subi une **forte baisse de confiance des investisseurs, estimée à -14 %**, soit la plus importante parmi tous les groupes étudiés. Cette chute s'explique principalement par des **risques d'image et de réputation très élevés** : rester actif en Russie a été largement perçu comme un choix controversé, allant à l'encontre des attentes éthiques des consommateurs, des institutions et des actionnaires. Par ailleurs, ces entreprises se sont exposées à des **risques économiques et juridiques croissants**, notamment en raison de l'instabilité du marché russe, des sanctions occidentales et des mesures de rétorsion de Moscou, comme les nationalisations ou restrictions sur les transferts de fonds. Le **manque d'alignement avec les normes de responsabilité sociale**, combiné à une exposition continue à un environnement incertain et hostile, a donc nourri une perte significative de confiance de la part des investisseurs. Cette stratégie de statu quo a été interprétée comme risquée, rigide et potentiellement coûteuse à long terme.

Le **grade C** concerne les entreprises qui ont **réduit leurs activités** en Russie après le début du conflit en Ukraine, sans pour autant se retirer complètement ni suspendre totalement leurs opérations. Ces entreprises ont connu une **petite amélioration** de la confiance des investisseurs, estimée à **+4 %**. Cette légère progression suggère que la réduction d'activité a été perçue de manière **modérément positive** par les marchés. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette réaction. D'une part, la diminution de l'engagement en Russie a pu être interprétée comme une **prise en compte partielle des risques** géopolitiques et éthiques, signalant une certaine sensibilité aux pressions externes. D'autre part, le maintien d'une présence résiduelle pourrait avoir été vu comme une manière de **préserver des opportunités futures** si la situation venait à s'améliorer, évitant ainsi une perte totale d'investissement et de parts de marché potentielles. Cependant, l'amélioration modeste indique que cette stratégie de

réduction, sans rupture nette, n'a pas suscité un enthousiasme marqué. Elle a peut-être été perçue comme un **compromis insuffisant** pour éliminer complètement l'exposition aux risques russes, laissant subsister une certaine **incertitude** quant à l'engagement à long terme et aux potentielles implications financières et réputationnelles futures.

Le **grade D** regroupe les entreprises qui ont adopté une posture d'**attentisme**, c'est-à-dire qu'elles n'ont ni quitté, ni suspendu, ni réduit significativement leurs activités en Russie immédiatement après le déclenchement de la guerre, mais n'ont pas non plus renforcé leur présence. Cette attitude d'observation semble avoir été **positivement perçue par les investisseurs**, avec une **hausse de confiance de +12 %**. Cette réaction peut paraître surprenante au premier abord, mais plusieurs éléments peuvent l'expliquer. Dans un contexte de forte incertitude et de volatilité, l'attente a pu être interprétée comme une **preuve de prudence et de gestion des risques réfléchie**. En ne prenant pas de décision hâtive, ces entreprises ont peut-être donné l'impression de vouloir **évaluer la situation de manière approfondie** avant d'agir, cherchant à minimiser les coûts potentiels d'un retrait ou d'une suspension précipitée. De plus, le maintien du statu quo initialement a pu être vu comme une **stratégie flexible**, permettant de s'adapter aux évolutions futures du contexte géopolitique et économique. Les investisseurs ont peut-être considéré que cette approche laissait ouverte différentes options stratégiques, sans s'engager prématurément dans une voie potentiellement coûteuse ou irréversible. Cependant, il est important de noter que cette perception positive initiale pourrait être **temporaire** et dépendante de la manière dont ces entreprises justifieront leur inaction à long terme et de l'évolution du conflit. Si l'attentisme se prolonge sans justification claire, il pourrait finir par être interprété comme de l'indécision ou un manque de prise de conscience des risques, entraînant alors une perte de confiance.

Ainsi, on peut conclure que **les marchés financiers ont globalement favorisé les décisions perçues comme éthiquement et stratégiquement claires**, et ont davantage sanctionné les choix jugés risqués, opaques ou allant à l'encontre des attentes internationales et européennes. Le ratio utilisé dans cette étude s'est révélé **pertinent pour capter cette dynamique de confiance ou de méfiance** selon le positionnement géopolitique adopté par les entreprises.

Étude de différents ratios : ROE, ROA, EBITDA

	Grade A	Grade B	Grade C	Grade D	Grade F	TOTAL
Variation Market Cap / Total Assets	25%	-5%	4%	12%	-14%	4%
Variation EBITDA	27%	42%	45%	145%	24%	57%
Variation ROA	216%	6%	65%	37%	7%	45%
Variation ROE	-86%	2548%	90%	88%	3%	276%

Figure 8 : Étude ratios ROE, EBITDA et ROA en fonction des grades entre 2021 et 2023

(source des données : Capital IQ)

Ce tableau présente l'évolution de quatre indicateurs financiers clés entre **2021 et 2023**, ventilés par **grade stratégique** adopté par les entreprises face à la guerre en Ukraine : **Market Cap / Total Assets**, **EBITDA**, **ROA** (Return on Assets) et **ROE** (Return on Equity). L'objectif est d'évaluer, sur un horizon de deux ans, l'impact des décisions stratégiques prises en 2022 sur la performance économique et financière des entreprises.

En ce qui concerne le ratio **Market Cap / Total Assets**, nous l'avons déjà étudié précédemment donc nous n'allons pas refaire l'analyse.

L'évolution de l'**EBITDA** suit une tendance globalement positive pour toutes les catégories, avec une augmentation moyenne de **+57%**. Cette amélioration est particulièrement marquée pour le **Grade D** (+145%) et les Grades C et B (respectivement +45% et +42%), ce qui peut s'expliquer par une **maîtrise des coûts** et une meilleure adaptation post-crise. Le **Grade A**, malgré un désengagement total, parvient à enregistrer une hausse de **+27%**, tandis que le **Grade F**, bien que plus faible, reste en croissance avec **+24%**. Ces résultats suggèrent que, malgré des stratégies divergentes, les entreprises ont globalement su améliorer leur performance opérationnelle entre 2021 et 2023.

S'agissant de la rentabilité des actifs (**ROA**), les meilleurs résultats sont attribués au **Grade A** (+216 %) et au **Grade C** (+65 %), confirmant que des stratégies de **réduction ou de retrait bien gérées** peuvent se traduire par une optimisation de l'utilisation des ressources. Le **Grade D** affiche une progression plus modérée (+37 %), tandis que le **Grade F** est à nouveau en retrait (+7 %), illustrant peut-être une forme d'**essoufflement structurel**.

Enfin, la variation du **ROE** (rentabilité des capitaux propres) est particulièrement révélatrice. Le **Grade B** (suspension temporaire) enregistre une explosion spectaculaire de **+2548%**, ce qui pourrait résulter d'un très faible ROE de départ combiné à un fort rebond post-crise. Les autres groupes présentent également des hausses importantes, notamment les Grades C et D avec respectivement **+90%** et **+88%**, suggérant que les entreprises ayant maintenu une certaine activité, tout en s'ajustant à la situation, ont pu restaurer durablement leur rentabilité. Le **Grade A**, en revanche, enregistre une **baisse de -86%**, ce qui indique que malgré une revalorisation boursière, certaines difficultés opérationnelles ou financières ont pu persister. Les cessions d'actifs à prix réduits, les frais de restructuration importants et l'impact initial sur le chiffre d'affaires et la rentabilité ont pesé sur le résultat net, le numérateur du ROE. Bien que la revalorisation boursière reflète une perception positive de la stratégie à long terme et de la réduction des risques, elle ne compense pas les conséquences financières directes du désengagement sur la rentabilité des capitaux propres à court terme.

En résumé, cette analyse montre que les **entreprises ayant adopté une position intermédiaire (Grades B à D)** - ni un retrait complet, ni un maintien rigide - sont celles qui affichent **les meilleures performances économiques sur deux ans**. Cela tend à confirmer que les stratégies **flexibles et adaptables** ont permis aux entreprises de mieux traverser la crise et de restaurer leur performance à long terme.

	2021				
	Mean	St dev	1st Quartile	Median	3rd Quartile
TOTAL (n=50)					
Market Cap / Total Assets	0,11%	0,03%	0,03%	0,07%	0,14%
EBITDA	7 079 093	552 336	552 336	3 149 934	8 346 500
ROA	3,18	0,69	0,69	3,43	5,94
ROE	8,44	3,63	3,63	12,09	16,71
Grade A (n=14)					
Market Cap / Total Assets	0,11%	0,10%	0,04%	0,09%	0,14%
EBITDA	6 729 816	10 206 714	301 170	2 118 000	5 820 800
ROA	1,56	13,15	0,62	3,52	6,16
ROE	14,70	26,77	7,91	12,84	20,59
Grade B (n= 16)					
Market Cap / Total Assets	0,16%	0,19%	0,06%	0,08%	0,15%
EBITDA	5 459 733	7 570 489	801 238	3 987 500	5 960 275
ROA	4,33	5,83	2,07	3,89	6,40
ROE	1,90	28,74	3,57	12,23	17,03
Grade C (n = 6)					
Market Cap / Total Assets	0,06%	0,09%	0,02%	0,03%	0,05%
EBITDA	9 894 200	18 169 482	573 100	1 091 000	5 530 000
ROA	1,98	2,15	0,58	1,12	3,36
ROE	6,26	7,41	0,74	7,93	12,39
Grade D (n= 8)					
Market Cap / Total Assets	0,09%	0,07%	0,03%	0,09%	0,14%
EBITDA	7 801 676	9 403 642	749 000	4 592 308	10 172 127
ROA	3,84	3,57	1,21	3,98	6,99
ROE	8,63	12,44	0,08	3,87	14,10
Grade F (n= 6)					
Market Cap / Total Assets	0,06%	0,05%	0,03%	0,05%	0,08%
EBITDA	8 844 789	12 288 384	386 093	4 943 730	10 258 000
ROA	4,24	2,31	3,08	4,47	5,39
ROE	13,15	6,18	8,98	11,98	18,52

	2022				
	Mean	St dev	1st Quartile	Median	3rd Quartile
TOTAL (n=50)					
Market Cap / Total Assets	0,10%	0,02%	0,02%	0,05%	0,14%
EBITDA	9 161 443	655 897	655 897	4 266 147	8 684 500
ROA	4,44	1,88	1,88	4,70	7,47
ROE	32,75	9,52	9,52	13,33	20,00
Grade A (n=14)					
Market Cap / Total Assets	0,10%	0,08%	0,02%	0,05%	0,15%
EBITDA	6 816 151	8 933 080	364 124	2 557 000	6 782 300
ROA	2,94	15,41	0,81	4,87	8,99
ROE	2,70	52,98	8,12	12,75	23,26
Grade B (n= 16)					
Market Cap / Total Assets	0,14%	0,18%	0,03%	0,06%	0,15%
EBITDA	6 404 444	8 420 958	1 895 875	4 597 500	6 860 750
ROA	4,89	5,99	2,43	4,01	7,18
ROE	82,34	281,94	9,37	14,75	20,33
Grade C (n = 6)					
Market Cap / Total Assets	0,06%	0,07%	0,02%	0,03%	0,05%
EBITDA	16 982 258	32 281 803	1 546 600	2 190 000	6 494 000
ROA	4,19	3,31	1,75	3,76	5,72
ROE	11,92	18,27	3,39	11,03	21,42
Grade D (n= 8)					
Market Cap / Total Assets	0,10%	0,09%	0,02%	0,08%	0,16%
EBITDA	11 508 084	13 864 482	861 453	8 676 581	15 009 848
ROA	5,98	4,18	2,40	6,29	8,04
ROE	16,23	6,49	12,72	15,07	18,77
Grade F (n= 6)					
Market Cap / Total Assets	0,05%	0,04%	0,02%	0,04%	0,07%
EBITDA	11 948 707	22 375 599	395 649	3 416 496	6 907 000
ROA	4,93	3,23	3,41	4,27	6,61
ROE	13,50	4,42	12,34	13,99	16,26

	2023				
	Mean	St dev	1st Quartile	Median	3rd Quartile
TOTAL (n=50)					
Market Cap / Total Assets	0,11%	0,03%	0,03%	0,06%	0,15%
EBITDA	9 675 939	668 807	668 807	4 452 861	8 952 150
ROA	4,59	2,01	2,01	4,61	7,32
ROE	32,75	9,52	9,52	13,33	20,00
Grade A (n=14)					
Market Cap / Total Assets	0,11%	0,10%	0,02%	0,06%	0,16%
EBITDA	8 213 171	14 124 972	610 000	2 504 000	6 779 000
ROA	4,31	6,40	1,32	3,24	7,36
ROE	2,70	52,98	8,12	12,75	23,26
Grade B (n= 16)					
Market Cap / Total Assets	0,16%	0,22%	0,04%	0,07%	0,15%
EBITDA	6 802 246	8 434 030	2 036 287	4 924 000	7 340 400
ROA	5,01	5,64	2,68	4,41	6,72
ROE	82,34	281,94	9,37	14,75	20,33
Grade C (n = 6)					
Market Cap / Total Assets	0,07%	0,09%	0,02%	0,04%	0,05%
EBITDA	9 994 726	18 186 486	128 321	2 022 100	6 598 000
ROA	3,28	3,82	1,95	3,55	5,54
ROE	11,92	18,27	3,39	11,03	21,42
Grade D (n= 8)					
Market Cap / Total Assets	0,10%	0,08%	0,03%	0,09%	0,16%
EBITDA	17 120 853	30 842 788	850 102	5 606 361	14 540 163
ROA	5,27	3,21	3,20	5,77	7,44
ROE	16,23	6,49	12,72	15,07	18,77
Grade F (n= 6)					
Market Cap / Total Assets	0,05%	0,03%	0,03%	0,06%	0,06%
EBITDA	10 316 245	15 591 899	396 304	4 672 907	10 607 000
ROA	4,55	2,40	3,25	4,81	6,12
ROE	13,50	4,42	12,34	13,99	16,26

Figure 9 : Étude médiane, Quartiles, moyenne et écart type en fonction des grades, en 2021, 2022 et 2023 (source : Capital IQ)

En **2021**, les distributions sont relativement homogènes, avec des médianes et quartiles globalement alignés avec les moyennes, et des écarts types contenus. Cela suggère que, préalablement à la guerre, la performance des entreprises est **moins segmentée par leur positionnement stratégique**, et que les écarts de confiance ou de rentabilité sont encore peu marqués.

À partir de **2022**, on observe une **augmentation marquée des écarts types** (notamment pour le ROE et l'EBITDA), signalant une **forte divergence des résultats** entre entreprises d'un même grade. Cette dispersion accrue traduit l'effet de la guerre et des sanctions sur les modèles économiques: certaines entreprises s'adaptent rapidement, d'autres subissent des chocs sévères. Cette dynamique est particulièrement visible dans le **Grade B (suspension)**, où la médiane reste modeste mais l'écart interquartile et l'écart type explosent particulièrement pour le ROE (281,94%) et l'EBITDA (8 420 958), traduisant une **incertitude stratégique** perçue par les marchés et des performances financières très polarisées. Cette approche, qui n'est ni un retrait définitif ni un maintien des activités, crée une **hétérogénéité dans la manière dont les entreprises sont affectées et réagissent**.

En **2023**, bien que certaines médianes s'améliorent légèrement (par exemple pour le ROE et le Market Cap/Total Assets dans les Grades A et D), les écarts types restent élevés, ce qui confirme une **persistance de la volatilité**. Cela suggère que, plus d'un an après le début du conflit, les marchés n'ont pas totalement stabilisé leur perception des entreprises, et que **l'hétérogénéité des trajectoires post-crise reste forte**. Le cas du **Grade F** est révélateur : malgré une médiane EBITDA et ROA relativement stable, la dispersion reste importante, signe que certaines entreprises maintenues en Russie ont réussi à tirer profit de leur situation (souvent dans l'énergie), tandis que d'autres continuent de subir des pertes.

2. Méthodologie de “l’event study”

1. Récolte des données

Afin de compléter notre analyse, nous avons recours à une **méthodologie d’event study**, couramment utilisée en finance pour mesurer l’impact d’un événement spécifique - en l’occurrence, l’invasion de l’Ukraine par la Russie le 24 février 2022 - sur la performance boursière des entreprises. L’objectif ici est d’évaluer comment cet événement géopolitique majeur a affecté la valorisation des sociétés cotées, à travers l’analyse des rendements anormaux de leurs actions.

Pour ce faire, nous avons collecté les **prix d’ouverture en bourse** de chacune des entreprises sélectionnées, sur une période allant du **12 janvier 2022 au 27 mai 2022 grâce à Capital IQ**. Cet intervalle permet d’inclure une **fenêtre d’estimation** avant l’événement pour établir les rendements "normaux" (30 données), ainsi qu’une **fenêtre d’événement** postérieure suffisante (60 données) pour en analyser les effets à court terme.

Nous avons retenu **l’ensemble des 50 entreprises européennes** précédemment étudiées dans notre analyse du **ROE, du ROA et du ratio de confiance des investisseurs**. Toutefois, une exception a été faite pour l’entreprise **Deezer**, qui a été **introduite en bourse le 5 juillet 2022**, soit postérieurement à la période étudiée. Par conséquent, Deezer n’a pas pu être intégrée dans notre échantillon final pour l’analyse d’événement. Ainsi, notre analyse d’event study porte sur **49 entreprises**.

Comme c’est souvent le cas dans « l’event study », l’hypothèse repose sur l’idée que l’invasion russe n’est pas corrélée au rendement attendu d’une entreprise une fois les facteurs de risque de marché pris en compte.

L’événement central de notre analyse est le **début officiel de l’invasion de l’Ukraine par la Russie**, daté du **24 février 2022**. Cette date constitue le **point de rupture** autour duquel nous avons structuré notre analyse, et représente le **"évent date"** dans notre modèle.

L’objectif est de mesurer si les entreprises ont subi des **rendements anormaux** (Abnormal Return – AR) à la suite de cet événement. Pour ce faire, nous avons comparé les **rendements réels** observés durant la période d’analyse à des **rendements "attendus"**, estimés à partir des performances historiques des entreprises sur une fenêtre d’estimation antérieure à l’événement.

La différence entre les deux nous permet de quantifier la réaction du marché à court terme. La **somme des rendements anormaux** sur la fenêtre de l'événement constitue le **Cumulative Abnormal Return (CAR)**, indicateur principal de notre étude.

2. Calcul du rendement attendu par entreprise

Entreprises	Rendements journaliers moyen attendus	Entreprises	Rendements journaliers moyen attendus
A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	-0,1%	Société BIC SA (ENXTPA:BB)	-0,1%
Accor SA (ENXTPA:AC)	0,1%	Société Générale Société anonyme (ENXTPA:GLE)	-0,2%
Alstom SA (ENXTPA:ALO)	-1,1%	Sodexo S.A. (ENXTPA:SW)	-0,1%
Amadeus IT Group, S.A. (BME:AMS)	-0,1%	Thales S.A. (ENXTPA:HO)	0,2%
Ariston Holding N.V. (BIT:ARIS)	-0,3%	thyssenkrupp AG (XTRA:TKA)	-0,7%
Aston Martin Lagonda Global Holdings plc (LSE:AML)	-0,7%	TotalEnergies SE (ENXTPA:TTE)	0,1%
AstraZeneca PLC (LSE:AZN)	0,2%	UBS Group AG (SWX:UBSG)	0,1%
Atos SE (ENXTPA:ATO)	-0,1%	Vinci SA (ENXTPA:DG)	0,1%
AXA SA (ENXTPA:CS)	-0,2%	Volkswagen AG (XTRA:VOW3)	0,0%
Banco Santander, S.A. (BME:SAN)	0,2%	Wizz Air Holdings Plc (LSE:WIZZ)	-0,5%
Bonduelle SCA (ENXTPA:BON)	-0,2%	Zwack Unicum Nyrt. (BUSE:ZWACK)	0,0%
Compagnie de Saint-Gobain S.A. (ENXTPA:SGO)	-0,3%	Metro AG (XTRA:B4B)	-0,1%
Compagnie Générale des Établissements Michelin Société en commandite par actions (ENXTPA:ML)	-0,5%	Moncler S.p.A. (BIT:MONC)	-0,4%
Danone S.A. (ENXTPA:BN)	-0,1%	Nestlé S.A. (SWX:NESN)	-0,1%
Deutsche Lufthansa AG (XTRA:LHA)	0,1%	OMV Aktiengesellschaft (WBAG:OMV)	-0,3%
Hermès International Société en commandite par actions (ENXTPA:RMS)	-0,5%	Orange S.A. (ENXTPA:ORA)	0,4%
HSBC Holdings plc (LSE:HSBA)	0,3%	Pernod Ricard SA (ENXTPA:RI)	-0,1%
Industria de Diseño Textil, S.A. (BME:ITX)	-0,4%	Publicis Groupe S.A. (ENXTPA:PUB)	0,1%
Kering SA (ENXTPA:KER)	-0,4%	Reckitt Benckiser Group plc (LSE:RKT)	0,0%
L'Air Liquide S.A. (ENXTPA:AI)	-0,2%	Renault SA (ENXTPA:RNO)	0,0%
L'Occitane International S.A. (SEHK:973)	-0,6%	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt. (BUSE:RICHTER)	-0,5%
L'Oréal S.A. (ENXTPA:OR)	-0,5%	Savencia SA (ENXTPA:SAVE)	0,1%
Legrand SA (ENXTPA:LR)	-0,6%	Schneider Electric S.E. (ENXTPA:SU)	-0,6%
LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne (ENXTPA:MC)	-0,2%	Shell plc (LSE:SHEL)	0,3%
Metro AG (XTRA:B4B)	-0,1%	Siemens Aktiengesellschaft (XTRA:SIE)	-0,5%

Figure 10 : Analyse rendement journalier moyen attendu par entreprise (source : Capital IQ)

Afin d'estimer les rendements journaliers attendus des entreprises de notre échantillon, nous avons calculé les rendements logarithmiques à partir des **prix d'ouverture des actions**, sur la période allant du **12 janvier 2022 au 23 février 2022**, soit juste avant le déclenchement de la guerre en Ukraine. Cette période constitue notre **fenêtre d'estimation**, c'est-à-dire une plage temporelle durant laquelle nous supposons que le marché évolue dans des conditions "normales", sans perturbation majeure liée à l'événement étudié.

Les rendements journaliers ont été calculés à l'aide de la formule classique du **log-rendement**:

$$r_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Où $P_{i,t}$ représente le prix d'ouverture de l'action de l'entreprise i au jour t , et \ln est le logarithme népérien. Cette méthode est privilégiée dans les analyses financières car elle permet une meilleure agrégation des rendements dans le temps et une interprétation directe en pourcentage.

À partir de ces rendements journaliers, nous avons calculé pour chaque entreprise la **moyenne de ses rendements sur la période du 12/01/2022 au 23/02/2022**. Cette moyenne constitue le **rendement attendu**, c'est-à-dire le rendement "normal" auquel on s'attendrait si aucun événement exceptionnel (comme une guerre) n'était survenu. Ces valeurs moyennes ont ensuite été utilisées comme base de comparaison pour mesurer les **rendements anormaux** (abnormal return) dans la suite de notre étude.

3. *Abnormal Return*

À partir des rendements attendus calculés pour chaque entreprise, nous avons pu déterminer les **rendements anormaux** (*Abnormal Returns*, ou AR) observés autour de la date de l'événement. Les rendements anormaux mesurent la **différence entre le rendement effectivement observé** à une date donnée, et le **rendement attendu** pour cette même entreprise en l'absence d'événement particulier. Ils permettent ainsi d'isoler l'effet de l'événement (ici, le déclenchement de la guerre en Ukraine) sur la performance boursière.

La formule utilisée pour calculer l'AR est la suivante :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_i)$$

Où :

- $AR_{i,t}$ est le rendement anormal de l'entreprise i au jour t ,
- $R_{i,t}$ est le rendement effectivement observé à la date t ,
- $E(R_i)$ est le rendement attendu de l'entreprise i , estimé à partir de la moyenne de ses rendements journaliers sur la période du **12 janvier au 23 février 2022**.

Concrètement, pour chaque jour de la **fenêtre d'événement**, nous avons soustrait le rendement attendu (constant) de chaque entreprise à son rendement observé ce jour-là. Ce calcul nous donne un AR journalier pour chaque entreprise, que nous avons ensuite exploité pour évaluer l'impact global de l'événement.

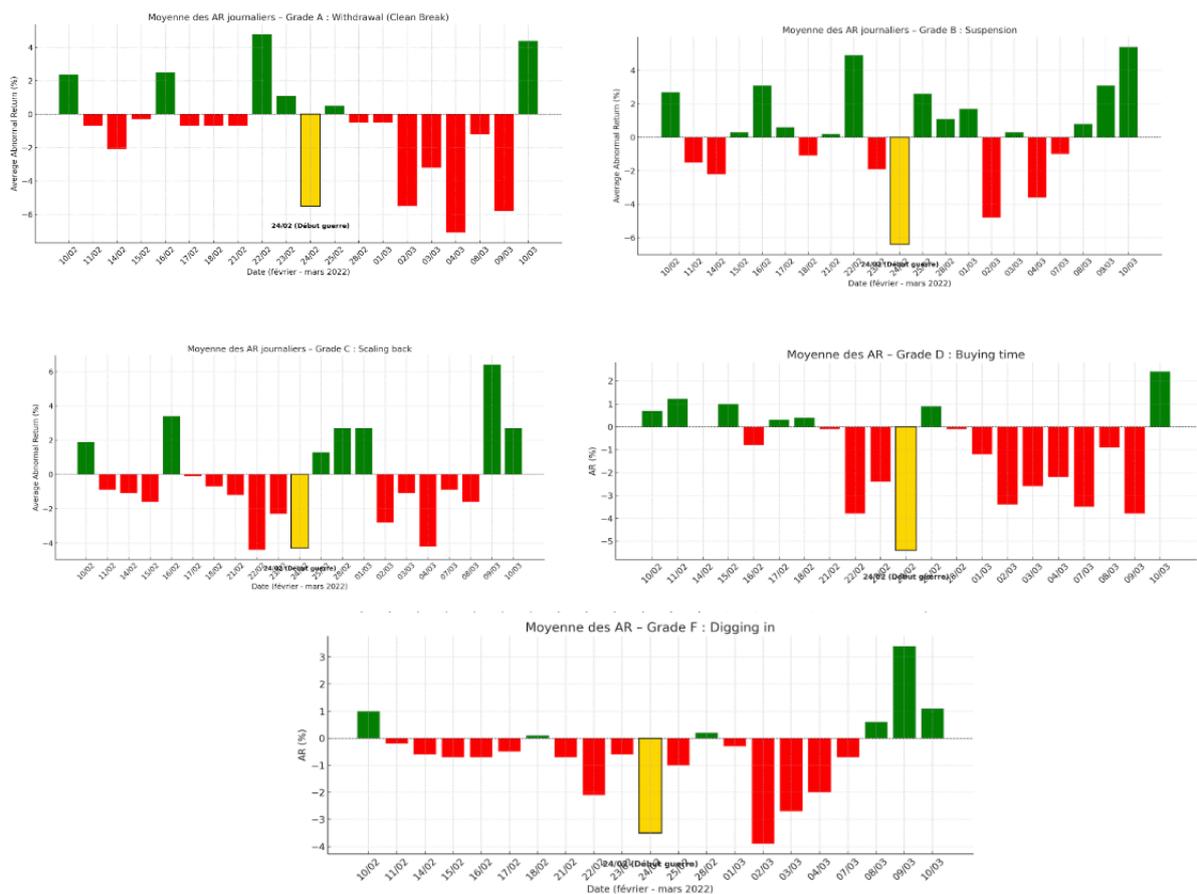


Figure 11 : Graphique en barre des Abnormal Return selon les grades (source : Capital IQ)

Les graphiques présentés illustrent l'évolution des **rendements anormaux moyens (AR)** journaliers pour les entreprises, regroupées selon les cinq stratégies qu'elles ont adoptées face au déclenchement de la guerre en Ukraine. Ces rendements couvrent la période précédant et suivant le **24 février 2022**, date officielle du déclenchement de l'invasion russe, signalée en jaune sur chacun des graphiques.

Pour les entreprises classées en **Grade A – Withdrawal (retrait complet)**, la réaction du marché a été immédiatement et fortement négative. On observe une chute brutale de l'AR le 24 février, suivie de plusieurs journées consécutives de rendements fortement négatifs. Cette dynamique suggère que le **retrait total et immédiat de Russie** a été perçu comme une décision coûteuse, radicale et génératrice d'incertitude, menant à une dévalorisation des entreprises concernées sur le court terme.

À l'inverse, les entreprises en **Grade B – Suspension**, qui ont opté pour une **suspension temporaire des opérations tout en gardant la porte ouverte à un éventuel retour**, ont connu une trajectoire opposée. Bien que le 24 février soit marqué par une baisse, les rendements deviennent très rapidement positifs dans les jours suivants. Cette stratégie semble avoir été **perçue positivement par le marché**, en tant que compromis stratégique permettant de réagir sans rupture définitive.

Les entreprises du **Grade C – Scaling back**, qui ont progressivement réduit leur activité en Russie, ont également subi un choc négatif à l'annonce du conflit. Toutefois, elles affichent par la suite une **amélioration progressive des rendements anormaux**, témoignant d'une **revalorisation par le marché**. Cette réponse graduelle a probablement été interprétée comme une démonstration de prudence stratégique, limitant les pertes tout en restant adaptable.

En revanche, les entreprises classées en **Grade D – Buying time**, ayant choisi de ne pas prendre de décision immédiate, présentent une tendance négative persistante. Les rendements journaliers sont globalement en baisse, même plusieurs jours après l'événement. Cette posture attentiste semble avoir été **mal accueillie par les investisseurs**, qui y voient une absence de positionnement clair dans un contexte de crise majeure.

Enfin, les entreprises du **Grade F – Digging in**, qui ont refusé de réduire ou de suspendre leurs activités en Russie, ont également enregistré une baisse de leur AR moyen le jour de l'invasion. Toutefois, à la différence du Grade D, ces entreprises connaissent un **rebond modéré vers la**

fin de la période, possiblement lié à une **perception de résilience ou de stabilité** de leur part, bien que cela ne compense pas les pertes initiales.

En résumé, ces analyses graphiques confirment les résultats obtenus par le calcul des rendements anormaux cumulés (CAR) : les stratégies les plus extrêmes, qu’elles soient de retrait total ou d’inaction, ont été **les plus sévèrement sanctionnées par le marché**. En revanche, les décisions perçues comme mesurées, évolutives et cohérentes avec le contexte géopolitique ont été **mieux valorisées**. Cela souligne l’importance de la **gestion stratégique de crise** dans la préservation de la valeur boursière des entreprises.

4. Cumulative Abnormal return

Grade	Stratégie adoptée	CAR (%)
Grade A	Withdrawal (<i>Clean Break</i>)	-42,6%
Grade B	Suspension (<i>Keeping options open for return</i>)	+32,7%
Grade C	Scaling back (<i>Reducing current operations</i>)	+21,7%
Grade D	Buying time (<i>Holding off new investments/development</i>)	-18,5%
Grade F	Digging in (<i>Defying demands for exit or reduction of activities</i>)	-6,9%
Total général	—	-13,6%

Figure 12 : CAR en fonction des grades (source : Capital IQ)

Le tableau ci-dessous présente les **rendements anormaux cumulés (CAR)** pour chaque groupe d’entreprises classées selon leur stratégie face à la guerre en Ukraine. L’analyse porte sur la **fenêtre d’événement allant du 25 février au 3 mars 2022**, soit les cinq jours boursiers suivant le début du conflit.

Le **CAR total** enregistré pour l’ensemble des entreprises étudiées s’élève à **-13,6 %**, indiquant une baisse de la valorisation moyenne sur cette courte période. Cependant, une étude plus fine par stratégie adoptée (ou “grade”) met en lumière des **écarts significatifs de performance**, directement liés aux décisions prises par les entreprises face au conflit.

Les entreprises classées en **Grade A**, c'est-à-dire celles ayant opté pour un **retrait total et immédiat de Russie ("Withdrawal")**, ont subi les plus lourdes pertes avec un **CAR moyen de -42,6 %**. Cette réaction du marché peut être attribuée aux coûts directs liés au désengagement, à la perte de revenus sur un marché important, et à l'incertitude concernant la réorganisation des activités. À l'inverse, les entreprises ayant choisi des positions **plus nuancées** ont vu leur valorisation augmenter. C'est le cas notamment des groupes ayant **suspendu leurs activités tout en gardant la possibilité d'un retour (Grade B)**, qui affichent un **CAR positif de +32,7 %**, et de ceux ayant **réduit progressivement leur présence (Grade C)**, avec un **CAR de +21,7 %**. Ces résultats suggèrent que les investisseurs ont apprécié les stratégies permettant de **réduire l'exposition au risque géopolitique tout en préservant une certaine flexibilité**.

En revanche, les entreprises ayant **repoussé leur décision (Grade D – "Buying time")** ont été sanctionnées avec un **CAR de -18,5 %**, probablement en raison d'un manque de clarté perçu dans leur gestion de crise. De même, celles qui ont **refusé toute réduction ou retrait de leurs activités (Grade F – "Digging in")** ont enregistré un **recul de -6,9 %**, ce qui souligne un certain **rejet du statu quo** par les investisseurs, potentiellement motivé par des considérations éthiques, de réputation ou de risque futur.

5. Volatilité des prix

Grade	Rendement avant	Rendement après	Évolution rendement (pts)	Volatilité avant	Volatilité après	Évolution volatilité (pts)
Grade A	-0,2%	-0,1%	+0,05 pt	2,2%	2,8%	+0,63 pt
Grade B	-0,3%	-0,1%	+0,25 pt	2,3%	2,9%	+0,57 pt
Grade C	-0,2%	0,1%	+0,23 pt	2,2%	2,8%	+0,63 pt
Grade D	0,0%	0,0%	+0,04 pt	1,9%	2,4%	+0,53 pt
Grade F	-0,1%	0,1%	+0,15 pt	1,8%	2,3%	+0,55 pt

Figure 13 : Comparaison des rendements et volatilités avant et après l'événement (source des données : Capital IQ)

L'analyse des rendements révèle des écarts significatifs entre les groupes. Les entreprises classées **Grade A**, qui ont pris des décisions radicales de désengagement, enregistrent une **légère amélioration de rendement de seulement +0,05 point de pourcentage**, traduisant le

coût financier immédiat associé à ces retraits, souvent matérialisé par des pertes de valeur, des cessions à prix symbolique ou la fermeture de sites. À l'inverse, les entreprises classées **Grades B à F**, ayant opté pour des positions plus modérées (suspension, réduction partielle, gel ou maintien), affichent des **gains de rendement plus notables**, allant de +0,15 pt pour les entreprises ayant maintenu leurs activités (Grade F), jusqu'à +0,25 pt pour celles ayant simplement suspendu temporairement leurs opérations (Grade B). Ces performances traduisent probablement un **effet de continuité opérationnelle** ou un **repositionnement stratégique plus flexible**, permettant de limiter les pertes ou de conserver des relais de croissance à court terme.

Concernant la volatilité, l'effet de la guerre est **nettement transversal** : **tous les grades enregistrent une hausse de la volatilité**, signe d'une augmentation globale de l'incertitude sur les marchés. Toutefois, cette hausse est **plus marquée pour les Grades A et C** (+0,63 pt), c'est-à-dire les entreprises ayant respectivement quitté le marché ou réduit significativement leurs opérations. Cela peut s'expliquer par une **réorganisation interne plus complexe**, des pertes d'actifs importantes, ou des incertitudes accrues sur la redéfinition de leur stratégie internationale. Les entreprises de **Grades D et F**, qui ont maintenu leur présence en Russie, présentent une hausse de volatilité légèrement inférieure (+0,53 à +0,55 pt), traduisant une **relative stabilité dans les opérations**, mais à un coût potentiellement élevé en termes d'image et de risque réputationnel.

Ainsi, cette analyse démontre que **les décisions stratégiques face à la guerre en Ukraine ont eu des impacts différenciés** sur la performance financière et le profil de risque des entreprises. Un retrait total semble avoir protégé l'éthique et la réputation, mais au prix d'un **rendement plus faible et d'une instabilité accrue**. À l'inverse, le choix de maintenir ses activités a permis des **rendements plus élevés à court terme**, au risque d'une **exposition accrue à des critiques institutionnelles et médiatiques**, ainsi qu'à d'éventuelles sanctions futures. Ces résultats illustrent la complexité des arbitrages que doivent réaliser les entreprises en temps de crise : entre performance financière, résilience opérationnelle et responsabilité sociétale.

6. Comparaison avec les entreprises américaines

La compréhension de l'impact des sanctions économiques sur les entreprises européennes ne serait pas complète sans une analyse comparative avec les entreprises américaines, soumises à des injonctions similaires, mais opérant dans un cadre géopolitique et économique différent.

Cette section propose une mise en regard des réactions stratégiques et des performances économiques des firmes européennes et américaines, à partir des enseignements de l'étude de Tosun, Eshraghi et Vigne (2024), et des données de notre propre recherche.

Elle vise à mettre en lumière les différences structurelles, culturelles et financières qui expliquent les écarts observés entre ces deux groupes d'entreprises face à un choc géopolitique majeur.

1. Synthèse des résultats de l'étude de Tosun et al. (2024)

Dans leur étude intitulée *"Firms Entangled in Geopolitical Conflicts: Evidence from the Russia-Ukraine War"*, Tosun, Eshraghi et Vigne (2024) analysent les réactions des marchés financiers face aux décisions stratégiques prises par 269 firmes multinationales américaines exposées au marché russe, à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022.

L'objectif de leur recherche est double. Tout d'abord, comprendre l'effet de ces décisions sur **les rendements boursiers à court et long terme**, et explorer **les implications stratégiques** pour les entreprises confrontées à des crises géopolitiques majeures.

Les auteurs partent de l'hypothèse que les entreprises se trouvent confrontées à un dilemme complexe entre les intérêts de leurs actionnaires, des exigences éthiques accrues et des contraintes réglementaires. S'appuyant sur la littérature sur le *"liability of foreignness"* (Zaheer, 1995) et sur les théories des options réelles, ils considèrent que les décisions de retrait ou de maintien sur un marché en guerre représentent des arbitrages coûteux, notamment en raison de l'incertitude extrême, de l'irréversibilité des choix et du risque de réaction anticipée du marché. Dans ce contexte, ils étudient la valeur stratégique de **la flexibilité managériale**, tout en testant si les actions modérées peuvent offrir un compromis mieux accepté par les investisseurs.

Méthodologiquement, les auteurs utilisent une approche d'"event study", calculant les rendements anormaux cumulés (CAR) à court terme sur 5 jours ([1,5]) et à long terme sur 12 mois (252 jours), autour des dates d'annonce des décisions.

Les entreprises sont classées selon la typologie de Sonnenfeld (2022), de la sortie totale (Grade A) au maintien intégral (Grade F), en passant par des réponses intermédiaires (Grades B à D). Ils contrôlent leurs analyses avec des variables classiques de structure financière (taille, levier, rentabilité, ratio de trésorerie).

Les résultats à court terme montrent que les marchés punissent sévèrement les décisions extrêmes. Les entreprises de **Grade F** (celles qui poursuivent leurs activités comme si de rien n'était) enregistrent les **pires rendements anormaux à court terme (-3,1 %)**. De manière contre-intuitive, les retraits complets (Grade A) entraînent également une **baisse significative mais plus modérée (-1,4 %)**. En revanche, les décisions intermédiaires – telles que la réduction progressive ou la suspension partielle – sont **mieux perçues par les marchés**. Les entreprises de **Grade D**, qui se limitent à suspendre leurs investissements futurs, enregistrent même une **hausse des CAR de +0,8 %**, statistiquement significative.

Une analyse plus fine des actions spécifiques (fermeture complète, suspension totale, arrêt des nouveaux investissements, etc.) confirme cette dynamique : les mesures modérées comme la **réduction non essentielle ou l'arrêt des investissements** sont mieux reçues que les extrêmes. Par exemple, "suspendre les opérations non essentielles" et "ne plus investir" génèrent des **CAR positifs de +0,6 %**, tandis que "**continuer comme d'habitude**" reste le scénario le plus mal valorisé.

Ces observations sont consolidées par une régression linéaire. Elle montre que les Grades B à D ont un effet positif significatif sur les rendements à court terme (entre **+2,6 % et +3,5 %**), même après contrôle des variables structurelles. Le Grade A, en revanche, n'a pas d'effet significatif immédiat, tandis que le Grade F sert de base de comparaison en tant que stratégie la plus pénalisée.

À long terme, les résultats évoluent. Un an après les annonces, ce sont les entreprises ayant pris des décisions tranchées contre la Russie (Grades A et B) qui obtiennent les meilleurs résultats boursiers : **+11,4 % pour le Grade A et +8,4 % pour le Grade B**. À l'inverse, les firmes ayant maintenu des stratégies ambivalentes ou inchangées continuent à être sanctionnées.

Notamment, les entreprises qui sont revenues sur leurs décisions initiales pour adopter une posture plus conciliante envers la Russie subissent des **pertes très importantes (jusqu'à -100,5 % de CAR)**, ce qui illustre la sensibilité des marchés à la cohérence stratégique et à l'alignement éthique dans la durée.

Enfin, l'étude s'intéresse aux réactions des marchés non américains. Les investisseurs indiens se comportent globalement comme les Américains, favorisant les actions modérées et sanctionnant les extrêmes. À l'inverse, les investisseurs chinois ne punissent pas significativement les entreprises qui restent actives en Russie. Cependant, de façon inattendue, ils valorisent positivement certaines actions modérées de désengagement partiel.

Cela étant dit, Tosun et al. (2024) montrent que **la stratégie du juste milieu est préférable à court terme**. En effet, elle permet de concilier prudence économique et signal éthique. Mais à plus long terme, ce sont **les décisions fermes et claires contre l'agression russe** qui génèrent le meilleur retour pour les actionnaires. Les auteurs en tirent des enseignements utiles pour la gestion de crise des entreprises multinationales : privilégier la souplesse dans l'urgence, mais assumer une position éthique ferme sur le long terme.

2. Comparaison des décisions et des performances des entreprises européennes et américaines

L'analyse comparative des entreprises européennes et américaines face à l'invasion de l'Ukraine par la Russie révèle des différences notables tant dans les décisions stratégiques prises que dans leurs impacts sur la performance financière. Si les deux groupes d'entreprises ont été confrontés à des pressions similaires - réglementaires, sociétales et réputationnelles - leurs réactions et les résultats qui en ont découlé présentent des spécificités propres à leur contexte géopolitique, culturel et économique.

Sur le plan des décisions, les entreprises américaines étudiées par Tosun, Eshraghi et Vigne (2024) montrent une large dispersion, allant du retrait immédiat (Grade A) à la poursuite des opérations sans changement (Grade F). Toutefois, la majorité des firmes américaines se sont positionnées dans un « entre-deux » stratégique, optant pour une suspension partielle ou une réduction progressive de leurs activités en Russie (Grades B à D).

De leur côté, les entreprises européennes analysées dans notre étude adoptent une répartition assez proche, mais avec une légère surreprésentation des décisions extrêmes : 28 % ont quitté complètement le marché (Grade A), tandis que 12 % l'ont maintenu sans changement (Grade F). Cela reflète en partie la pression accrue exercée sur les groupes européens, plus exposés économiquement et médiatiquement à la Russie.

En matière de performance, les résultats convergent sur plusieurs points. À court terme, nos données sur les entreprises européennes et celles de *Tosun et al.* (2024) pour les entreprises américaines montrent que les décisions modérées (Grades B à D) sont systématiquement mieux accueillies par les marchés.

Pour les entreprises américaines, cela se traduit par des rendements anormaux cumulés (CAR) positifs dans les cinq jours suivant l'annonce, allant jusqu'à +0,8 % pour les firmes ayant simplement suspendu leurs investissements (Grade D). De manière similaire, les entreprises européennes ayant suspendu ou réduit leurs activités en Russie ont obtenu les meilleurs scores en termes de réaction boursière, avec des CAR allant jusqu'à +32,7 % pour le Grade B dans notre échantillon.

À l'inverse, les entreprises ayant adopté une position extrême - soit un retrait complet (Grade A), soit un maintien total (Grade F) - ont subi des pertes boursières importantes à court terme. Dans les deux cas, ces décisions ont été perçues comme soit trop coûteuses, soit trop risquées, en particulier dans un climat d'incertitude politique et économique.

Pour les entreprises européennes, le CAR moyen des entreprises de Grade A atteint -42,6 %, tandis que celles du Grade F enregistrent une baisse de -6,9 %. Chez les entreprises américaines, la tendance est similaire mais moins marquée : -1,4 % pour le Grade A et -3,1 % pour le Grade F.

Sur le long terme, une inversion s'opère : les entreprises ayant pris des décisions claires et fermes contre la Russie voient leur valorisation augmenter. Un an après l'événement, les CAR des firmes américaines en Grade A s'élèvent à +11,4 %, et à +8,4 % pour celles du Grade B. Notre analyse ne s'étend pas encore sur un horizon de 12 mois pour l'échantillon européen, mais les premiers signaux observés (hausse du ROA et du ROE notamment pour les Grades A et C) semblent indiquer une dynamique comparable.

Ainsi, cette comparaison montre que si les marchés réagissent initialement de manière prudente et préfèrent les postures mesurées, ils tendent à récompenser, à long terme, les décisions

alignées avec les normes éthiques et géopolitiques dominantes. Une **différence structurelle** peut toutefois être relevée : les entreprises européennes, en raison de leur proximité géographique et des interdépendances économiques avec la Russie, ont probablement été contraintes d'intégrer plus rapidement des **considérations opérationnelles et réglementaires** dans leurs décisions.

En résumé, tant pour les entreprises américaines qu'européennes, les choix stratégiques adoptés face à la guerre en Ukraine ont été déterminants pour leur performance boursière. Mais les spécificités des contextes nationaux (réglementations, pression sociale, exposition au marché russe) ont influencé la nature de ces décisions ainsi que le moment de leur mise en œuvre, ainsi que leur réception par les marchés. Cette comparaison souligne l'importance pour les entreprises multinationales d'adopter une **stratégie claire, cohérente et adaptable** face aux crises géopolitiques, afin de préserver à la fois leur valeur et leur légitimité.

3. Analyse des facteurs explicatifs

Les différences observées entre les décisions et les performances des entreprises européennes et américaines face à la guerre en Ukraine ne peuvent être réduites à des choix isolés.

Elles s'inscrivent dans un ensemble de déterminants structurels, culturels, économiques et institutionnels qui influencent profondément la manière dont les entreprises évaluent leurs risques, leurs responsabilités et leurs priorités stratégiques. Trois grandes catégories de facteurs permettent d'éclairer ces écarts : **les contraintes géopolitiques et réglementaires, la structure des marchés financiers, et les sensibilités sociétales différenciées.**

Proximité géographique et dépendance économique

La proximité géographique entre l'Europe et la Russie a historiquement favorisé une forte interdépendance économique, notamment dans les secteurs de l'énergie, de l'industrie et de la grande distribution qui avaient développé des chaînes de valeur profondément enracinées en Russie. Cette intégration s'est traduite par des implantations physiques, des coentreprises et des investissements stratégiques de long terme en Russie pour de nombreuses entreprises européennes. Les firmes européennes se sont donc retrouvées face à des coûts de sortie élevés - économiques, juridiques, logistiques - qui ont freiné leur retrait immédiat.

Dans ce contexte, les décisions de retrait ou de maintien sur le marché russe n'ont pas seulement répondu à des considérations éthiques ou d'image, mais ont également été fortement contraintes par des **facteurs structurels** : poids des actifs immobilisés, contrats de long terme, dépendance aux revenus générés localement, et risques juridiques en cas de sortie brutale.

On peut citer par exemple le cas de **Renault** qui détenait une participation majoritaire dans **AvtoVAZ**. L'entreprise a été contrainte de céder ses actifs à l'État russe pour un rouble symbolique en 2022, soulignant la difficulté de se désengager rapidement sans pertes majeures.

Dans le secteur de l'énergie, **TotalEnergies** détenait des participations dans les projets **Yamal LNG** et **Arctic LNG 2**, essentiels à la stratégie gazière russe. Plutôt que de se retirer complètement, le groupe a choisi de suspendre certains projets tout en conservant des participations, illustrant une posture intermédiaire dictée par la complexité des engagements contractuels et la sensibilité stratégique de ces projets.

Ces éléments expliquent pourquoi de nombreuses entreprises européennes ont adopté des **postures intermédiaires** (réduction, suspension ou cession partielle), souvent perçues comme des compromis entre contraintes économiques et pressions sociétales. À l'inverse, les entreprises américaines, généralement moins exposées économiquement au marché russe, ont pu se désengager plus rapidement et plus visiblement, avec des coûts opérationnels moindres, comme Apple ou Microsoft, qui étaient peu implantées physiquement en Russie et qui sont très sensibles à leur image de marque globale. En se retirant rapidement avec un coût marginal limité, leur légitimité a été renforcée auprès de leurs parties prenantes.

Ainsi, l'analyse met en évidence un **clivage structurel** entre les entreprises des deux continents, lié non seulement à la géographie et à l'économie, mais aussi aux logiques de dépendance stratégique. Cette asymétrie d'exposition est un facteur central dans la temporalité et la nature des réponses adoptées face aux sanctions économiques et à la pression publique.

Cadre réglementaire et politique

Les différences de réaction entre les entreprises européennes et américaines face à la guerre en Ukraine s'expliquent en grande partie par les **cadres réglementaires et politiques distincts** dans lesquels elles ont évolué.

Aux États-Unis, la réponse politique a été rapide, centralisée et fortement coercitive. Les autorités fédérales ont formulé des injonctions claires aux entreprises pour qu'elles quittent le marché russe, soutenues par la menace explicite de sanctions secondaires. Cette pression directe a conduit à des **retraits massifs et rapides**, en particulier dans les secteurs sensibles à la réputation et fortement exposés à la régulation, comme la tech, la finance ou les services. Les entreprises comme **Microsoft, Apple, IBM, McDonald's ou Goldman Sachs** ont suspendu ou cessé leurs opérations en Russie dès les premières semaines du conflit.

En revanche, la réaction de l'Union européenne s'est inscrite dans une **logique plus graduelle et collective**, avec une construction incrémentale du régime de sanctions. Cette temporalité plus longue a offert aux entreprises une **plus grande latitude d'adaptation**, permettant des stratégies plus nuancées : désengagement progressif, suspension d'activités, cession encadrée d'actifs, etc.

Cependant, cette relative flexibilité s'est accompagnée d'une **complexité croissante des exigences de conformité**, du fait de la multiplication des textes réglementaires et de l'évolution constante des restrictions. Pour les entreprises restées exposées au marché russe, cela a engendré un **risque juridique important**, renforcé par l'émergence de sanctions extraterritoriales et le durcissement du cadre européen depuis 2023.

En résumé, si le cadre américain a favorisé une réponse rapide et homogène des entreprises, le cadre européen a produit une **diversité de trajectoires stratégiques**, reflétant la complexité du processus décisionnel au sein de l'UE, mais aussi la volonté de préserver, autant que possible, les intérêts économiques des entreprises exposées.

Gouvernance d'entreprise et rapport à la responsabilité sociale

Les décisions prises par les entreprises face à la guerre en Ukraine ne relèvent pas uniquement de considérations économiques ou réglementaires. **La gouvernance d'entreprise et les attentes des parties prenantes, notamment en matière de responsabilité sociale (RSE), ont joué un rôle déterminant** dans les stratégies adoptées.

Aux États-Unis, le modèle de gouvernance est largement dominé par les **actionnaires institutionnels**, tels que les fonds de pension et les asset managers, particulièrement sensibles aux enjeux ESG et à la réputation des entreprises en contexte de crise. Cette pression, renforcée par une **forte exposition médiatique**, a conduit à des réactions rapides et tranchées, les

entreprises adoptant des positions éthiques affirmées pour préserver leur image et répondre aux attentes de leurs investisseurs. Comme le montre l'étude de **Tosun et al. (2024)**, ces décisions ont souvent été valorisées par les marchés, traduisant une **adhésion des investisseurs à long terme aux principes de gouvernance responsable**.

Ainsi, de grandes multinationales américaines comme Apple, Microsoft, IBM ou McDonald's ont suspendu leurs opérations en Russie dans les jours suivant l'invasion, dans un souci de cohérence éthique mais aussi de **préservation de leur image globale**.

En Europe, les attentes en matière de RSE sont également élevées, mais la diversité des structures de gouvernance — incluant **entreprises familiales, groupes mutualistes ou sociétés à participation publique** — engendre souvent des dynamiques décisionnelles plus prudentes, voire conservatrices. Ces modèles privilégient fréquemment la **pérennité de l'activité locale, la préservation de l'emploi et les ancrages territoriaux**, ce qui peut expliquer une plus grande hésitation à se retirer brutalement du marché russe.

Certaines entreprises européennes ont ainsi opté pour des **postures intermédiaires ou de maintien**, invoquant leur responsabilité sociale envers les salariés locaux ou la nécessité de garantir la continuité de services jugés essentiels. Ces choix, bien qu'argumentés au regard des réalités opérationnelles, ont parfois suscité des controverses éthiques et terni leur image dans les pays occidentaux.

Par exemple, **Auchan** et **Leroy Merlin** (groupe ADEO) étaient présents depuis les années 2000 avec plusieurs centaines de magasins et **des effectifs dépassant les 30 000 salariés en Russie**. Le poids de ces infrastructures et l'importance des revenus générés localement expliquent leur choix controversé de maintenir leur activité, au nom de la responsabilité sociale et de la continuité des services de première nécessité. Ce choix, bien que stratégique à court terme, a entraîné une **controverse importante** sur le plan éthique, avec des appels au boycott et une dégradation de leur image en Europe de l'Ouest.

En somme, les différences de **modèles de gouvernance et de priorités stratégiques** contribuent à expliquer les écarts observés entre les entreprises européennes et américaines. Là où la pression des marchés financiers pousse à des réponses éthiques rapides outre-Atlantique, les logiques d'implantation industrielle, de gouvernance familiale ou publique pèsent davantage en Europe, ralentissant ou nuanciant les décisions de désengagement.

7. Conclusion :

1. Synthèse des principaux résultats

L'objectif de ce mémoire était d'analyser l'impact des sanctions économiques européennes et internationales sur les entreprises européennes opérant en Russie, en comparant leurs décisions stratégiques et leurs performances financières à celles de leurs homologues américaines.

Pour cela, on a utilisé à la fois, une analyse qualitative (**classification stratégique selon le modèle de Sonnenfeld**) et une analyse quantitative (**indicateurs financiers, étude d'événement**).

Notre classification a révélé **une grande hétérogénéité** des stratégies adoptées par les entreprises européennes. Si 28 % d'entre elles ont opté pour un retrait total du marché russe (Grade A), comme l'a illustré Renault avec la cession symbolique de sa filiale Avtovaz, la majorité a privilégié **des stratégies intermédiaires** : suspension partielle des activités (Grade B), réduction des opérations (Grade C), ou gel des investissements sans retrait (Grade D). **Seules 12 %** ont poursuivi leurs activités sans changement (Grade F), à l'image d'Auchan ou Leroy Merlin, exposant ces entreprises à de vives critiques réputationnelles.

L'analyse des rendements anormaux cumulés (CAR) sur les cinq jours suivant le 24 février 2022 montre que les stratégies modérées ont été les mieux accueillies par les marchés à court terme. Les entreprises ayant opté pour une suspension ou une réduction progressive ont enregistré des performances boursières nettement supérieures, avec des CAR pouvant atteindre +32,7 % pour certaines, tandis que les décisions extrêmes (retrait immédiat ou maintien intégral) ont souvent été pénalisées, avec des CAR allant jusqu'à -42,6 %, traduisant une perception d'incertitude ou d'incohérence stratégique.

Ces résultats rejoignent ceux de l'étude de *Tosun et al. (2024)* pour les entreprises américaines, mais notre comparaison révèle que les entreprises européennes ont dû arbitrer dans un environnement plus complexe.

Leur plus **grande proximité géographique**, la **densité des liens économiques** (comme ceux de TotalEnergies dans les projets Yamal ou Arctic LNG 2), et la **diversité des modèles de gouvernance** (souvent familiaux ou industriels) ont conduit à des réponses plus nuancées et

différées que celles des firmes américaines, plus promptes à se retirer sous la pression de l'opinion et des actionnaires institutionnels.

L'étude des indicateurs financiers entre 2021 et 2023 (ROE, ROA, EBITDA, Market Cap/Total Assets) confirme que les entreprises ayant su adapter leur stratégie de **manière progressive** ont mieux restauré leur rentabilité à moyen terme.

Les retraits complets, s'ils ont généré des pertes opérationnelles immédiates, ont en revanche favorisé **une revalorisation en matière de gouvernance**, particulièrement visible dans les secteurs cotés où la réputation joue un rôle clé.

Enfin, notre méthodologie d'**event study**, appliquée à un échantillon de 50 entreprises cotées, a permis de démontrer que les marchés ont réagi de manière différenciée selon la lisibilité, la cohérence et la temporalité des décisions. Une posture claire, même si elle est graduelle, semble mieux maintenir la confiance des investisseurs qu'un positionnement flou ou retardé.

Ainsi, ce mémoire met en évidence la nécessité, pour les entreprises, de bâtir une stratégie géopolitique qui intègre à la fois les contraintes opérationnelles, les signaux éthiques, et la perception du marché.

Dans des contextes de crise internationale, la rapidité n'est pas toujours synonyme d'efficacité; c'est l'alignement entre discours, action et contexte qui fait la différence.

2. Implications pour les entreprises et les décideurs politiques

En prolongeant les travaux de *Tosun et al.* (2024), ce mémoire contribue à la littérature émergente sur l'impact financier des conflits géopolitiques, en soulignant un point souvent sous-estimé : **la performance relative des stratégies modérées**.

Trop souvent, l'analyse se focalise sur les extrêmes (désengagement complet ou maintien coûteux), alors que notre étude démontre l'intérêt d'une voie intermédiaire, fondée sur l'agilité et la cohérence temporelle.

Ces enseignements s'adressent directement aux dirigeants d'entreprises exposées à des environnements incertains. Face à une crise géopolitique majeure, notre analyse montre que des **réponses mesurées et contextualisées** - suspension partielle, cession ordonnée, gel

d'investissements - peuvent constituer **des alternatives viables aux choix binaires**, conciliant éthique, stabilité financière et attentes des parties prenantes.

Du point de vue des décideurs publics, ces résultats suggèrent la nécessité d'élaborer des **cadres de sanctions plus lisibles, stables et cohérents**, afin de ne pas ajouter de l'instabilité réglementaire à la crise elle-même. Une meilleure coordination entre les régulateurs nationaux et européens pourrait renforcer l'efficacité des sanctions tout en réduisant les effets collatéraux pour les entreprises responsables.

Cela étant, dans un monde où les risques géopolitiques deviennent des déterminants majeurs de stratégie d'entreprise, ce mémoire plaide pour une meilleure **intégration de la gestion du risque géopolitique** dans la gouvernance d'entreprise, appuyée sur une **lecture nuancée des signaux du marché et des attentes sociétales**.

3. Limites de l'étude et pistes de recherche futures

Limites de l'étude

Comme toute recherche empirique, notre étude comporte un certain nombre de limites qu'il convient de souligner, tant pour relativiser la portée des résultats que pour proposer des axes d'approfondissement dans de futurs travaux.

Taille de l'échantillon

La première limite concerne la taille de l'échantillon. Notre analyse repose sur un panel de **50 entreprises européennes**, contre **269 entreprises américaines** dans l'étude *de Tosun et al.* (2024). Cette différence peut affecter la robustesse statistique des comparaisons, en particulier dans certaines catégories (grades) où le nombre d'observations est plus faible. Par conséquent, les résultats agrégés pour les entreprises européennes doivent être interprétés avec précaution et ne peuvent prétendre à une généralisation absolue.

Méthodologie de l'event study simplifiée

Notre approche d'event study présente également plusieurs limites méthodologiques. Afin de faciliter les calculs et d'uniformiser l'analyse, **nous avons fixé une même date d'événement pour l'ensemble des entreprises européennes - à savoir le 24 février 2022, date du début officiel de l'invasion de l'Ukraine**. Cette hypothèse simplificatrice suppose que toutes les entreprises ont réagi simultanément à l'événement, ce qui est rarement le cas dans la réalité. À

l'inverse, **Tosun et al. (2024)** adoptent une approche plus précise, en prenant **la date spécifique à laquelle chaque entreprise a officiellement communiqué sa décision concernant sa stratégie en Russie**, souvent à travers des communiqués de presse. Ce choix permet une mesure plus fine des réactions boursières, au plus proche de l'information réellement transmise au marché.

Par ailleurs, notre calcul du rendement attendu repose sur **une moyenne des rendements observés durant les 10 jours précédant l'invasion**, ce qui constitue une estimation relativement simplifiée par rapport aux standards méthodologiques les plus rigoureux, qui utilisent souvent des modèles de marché plus sophistiqués (comme le modèle de *Fama-French* à cinq facteurs sur des fenêtres d'estimation plus longues). Cela peut affecter la précision des rendements anormaux calculés (AR et CAR), en particulier dans un contexte de forte volatilité.

Données exclusivement européennes et absence de dynamique temporelle

Notre étude se concentre exclusivement sur **des entreprises européennes cotées**. Bien que cela corresponde à notre objectif initial, cela nous empêche d'explorer les comportements d'entreprises non cotées ou issues d'autres zones économiques (par exemple, les pays émergents ou les firmes asiatiques). De plus, notre analyse **se limite principalement à des effets de court terme**, sans suivi longitudinal sur plusieurs trimestres ou années. Or, les impacts des sanctions économiques et des décisions stratégiques peuvent évoluer significativement dans le temps, notamment en fonction de l'évolution du conflit, des mesures politiques, ou des adaptations organisationnelles.

Absence de contrôle des effets sectoriels fins

Enfin, bien que nous ayons intégré une diversité sectorielle dans la constitution de notre échantillon, **l'étude ne contrôle pas finement les effets propres à chaque secteur** (par exemple, l'énergie, la finance, l'agroalimentaire), qui peuvent fortement conditionner les décisions et les performances. Certaines industries sont structurellement plus exposées à la Russie ou à la pression réglementaire, ce qui peut biaiser l'interprétation des résultats agrégés par grade.

Pistes de recherche futures

Au-delà des limites évoquées, plusieurs pistes peuvent être envisagées pour enrichir les recherches futures sur la manière dont les entreprises réagissent aux conflits géopolitiques et aux régimes de sanctions économiques.

Une première perspective intéressante consisterait à **étendre la diversité géographique de l'analyse**. Si notre étude se concentre sur les entreprises européennes, il serait pertinent d'intégrer dans de futurs travaux des entreprises issues d'autres régions du monde, comme l'Asie, l'Amérique latine ou le Moyen-Orient. Cela permettrait d'examiner comment des contextes géopolitiques, culturels et réglementaires distincts influencent les stratégies d'adaptation à des événements globaux comme la guerre en Ukraine.

Par ailleurs, **l'articulation entre stratégie financière et responsabilité sociétale** mérite une attention particulière. En croisant les données financières avec des indicateurs extra-financiers -notamment liés à la réputation, à la communication de crise ou aux engagements RSE -, il serait possible d'évaluer si les entreprises ayant adopté des postures éthiquement valorisées (retrait rapide, transparence, engagement humanitaire) en retirent des bénéfices en matière d'image ou de fidélisation des parties prenantes, au-delà de leur performance boursière immédiate.

Un autre prolongement possible concerne **l'analyse à long terme des impacts économiques**. Le suivi des indicateurs comme le ROE, le ROA, l'EBITDA ou la capitalisation boursière sur plusieurs années permettrait de mieux cerner la résilience ou, au contraire, le décrochage progressif des entreprises en fonction de leur choix stratégique initial. Une étude diachronique permettrait également de prendre en compte les effets différés des sanctions, des contournements réglementaires ou des évolutions politiques.

Enfin, **l'approche sectorielle pourrait être affinée** en intégrant des modèles économétriques à variables multiples, permettant de mieux isoler les effets propres à chaque industrie. Par exemple, une analyse dédiée aux entreprises du secteur énergétique ou du luxe permettrait de comprendre comment des contraintes opérationnelles spécifiques, telles que l'accès aux ressources ou la gestion de la chaîne logistique, influencent les arbitrages stratégiques dans des contextes de crise.

Ces pistes, en combinant approche comparative, données longitudinales et indicateurs qualitatifs, contribueraient à une compréhension plus riche et nuancée des décisions d'entreprise en temps de guerre. Elles permettraient également de nourrir les réflexions autour de la gouvernance stratégique en situation de crise, en intégrant les attentes croissantes en matière d'éthique et de responsabilité face aux enjeux géopolitiques contemporains.

8. Bibliographie

Revue académiques

Tosun, Onur Kemal, Arman Eshraghi, and Samuel A. Vigne. "Firms Entangled in Geopolitical Conflicts: Evidence from the Russia-Ukraine War." *Journal of International Money and Finance*, 2024.

Jacques Fontanel. Les conséquences économiques et sociales des sanctions internationales contre guerre de la Russie en Ukraine. *Paix et sécurité européenne et internationale*, 2022

Huynh, Luu Duc Toan, Khanh Hoang, and Steven Ongena. "The Impact of Foreign Sanctions on Firm Performance in Russia." *The British Accounting Review*, 2025.

Bougias, Alexandros, Athanasios Episcopos, and George N. Leledakis. "Valuation of European Firms During the Russia–Ukraine War." *Economics Letters*, 2022.

Gutmann, Jerg, Matthias Neuenkirch, and Florian Neumeier. "The Economic Effects of International Sanctions: An Event Study." *Journal of Comparative Economics*, 2023.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. "A Five-Factor Asset Pricing Model." *Journal of Financial Economics*, vol. 116, no. 1, 2015, pp. 1-22.

Bělin, Matěj, and Jan Hanousek. "Which Sanctions Matter? Analysis of the EU/Russian Sanctions of 2014." *Journal of Comparative Economics*, 2021.

Batzella, Francesca. "Slowly but Surely? Assessing EU Actorness in Energy Sanctions Against Russia." *Energy Policy*, 2024.

Tosun, Onur Kemal, and Arman Eshraghi. "Corporate Decisions in Times of War: Evidence from the Russia-Ukraine Conflict." *Finance Research Letters*, 2022.

Mahlstein, Kornel, Christine McDaniel, Simon Schropp, and Marinos Tsigas. "Estimating the Economic Effects of Sanctions on Russia: An Allied Trade Embargo." *The World Economy*, 2022.

Görg, Holger, Anna Jacobs, and Saskia Meuchelböck. "Who Is to Suffer? Quantifying the Impact of Sanctions on German Firms." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 2024.

McNaughton, Katarzyna J., and Marcin Łukowski. "How Frontline States Tackle Sanctions Against Russia: Implementation and Enforcement Dynamics in Poland and the Baltics." *Journal of Economic Criminology*, 2025.

Bali, Morad. *The Economic Impact of Sanctions for the EU and Russia: The Ukrainian Crisis Case*. Université Grenoble Alpes; Université d'économie et de finances (Saint-Pétersbourg), 2024. Doctoral dissertation.

Djankov, Simeon, and Meng Su. "The Targeting of Economic Sanctions." *Economics Letters*, 2025.

James BARBER, « Economie Sanctions as a Policy Instrument », *International Affairs*, 55, 1979.

Askari H., Forrer J., Teegen H. et J. Yang (2003). *Economic sanctions: examining their philosophy and efficacy*. Greenwood Publishing Group.

Articles

Abnett, Kate, and Kate Abnett. 2025. 'EU Looking at Options to Forbid New Russian Gas Contracts, Source Says'. *Reuters*, 22 April 2025, sec. Energy. <https://www.reuters.com/business/energy/eu-looking-options-forbid-new-russian-gas-contracts-source-says-2025-04-22/>.

'Auchan annonce poursuivre son activité en Russie'. 2025. 27 January 2025. <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/services/distribution/auchan-annonce-poursuivre-son-activite-en-russie-1016895.html?id=4662636406616914>.

Bürbaumer, Benjamin. 2015. 'La puissance des entreprises allemandes, la faiblesse des sanctions économiques contre la Russie'. *Allemagne d'aujourd'hui* 214 (4): 6–18. <https://doi.org/10.3917/all.214.0006>.

'EU Adopts 16th Package of Sanctions against Russia - European Commission'. n.d. Accessed 29 April 2025. https://finance.ec.europa.eu/news/eu-adopts-16th-package-sanctions-against-russia-2025-02-24_en.

'Guerre En Ukraine : Sanctions Contre La Russie et Ses Alliés - SGAE'. n.d. Accessed 29 April 2025. <https://sgae.gouv.fr/sites/SGAE/accueil/a-propos-du-sgae/actualites/guerre-en-ukraine--sanctions-con.html>.

'Invasion de l'Ukraine par la Russie'. 2025. In *Wikipédia*. https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Invasion_de_l%27Ukraine_par_la_Russie&oldid=225241604.

'La discrète tambouille de Sodexo en Russie'. 2024, 17 July 2024. https://www.lemonde.fr/m-le-mag/article/2024/07/17/la-discrete-tambouille-de-sodexo-en-russie_6251321_4500055.html.

'Le point sur les sanctions de l'UE contre la Russie'. n.d. Consilium. Accessed 29 April 2025. <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/sanctions-against-russia-explained/>.

'L'efficacité des sanctions économiques – Archives du blog 2011 – 2024'. n.d. Accessed 1 May 2025. <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/lefficacite-des-sanctions-economiques/>.

'Renault'. 2025. In *Wikipédia*. <https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Renault&oldid=224560226#2022>.

'Sanctions Contre La Russie et La Biélorussie - Ministère de l'Europe et Des Affaires Étrangères'. n.d. Accessed 1 May 2025. <https://www.diplomatie.gouv.fr/fr/dossiers-pays/ukraine/guerre-en-ukraine-l-action-diplomatique-de-la-france/sanctions-contre-la-russie-et-la-bielorussie/>.

- ‘Schneider va céder ses activités en Russie à sa direction locale’. 2022. Les Echos. 27 April 2022. <https://www.lesechos.fr/industrie-services/energie-environnement/schneider-va-ceder-ses-activites-en-russie-a-sa-direction-locale-1403245>.
- ‘Sodexo annonce avoir finalisé le transfert de ses activités en Russie à l’équipe de direction locale’. n.d. Sodexo Global. Accessed 29 April 2025. <https://www.sodexo.com/fr/news/newsroom/2022/transfer-activities-in-russia>.
- ‘Ukraine : vers une 10e série de sanctions de l’UE contre la Russie | vie-publique.fr’. 2023. 22 February 2023. <https://www.vie-publique.fr/en-bref/288179-ukraine-vers-une-10e-serie-de-sanctions-de-lue-contre-la-russie>.
- ‘Yale CELI List of Companies’. n.d. Yale Companies List. Accessed 29 April 2025. <https://www.yalerussianbusinessretreat.com>.
- ‘TotalEnergies says assessing impact of US sanctions on Arctic LNG 2’. Reuters. 3 November 2023 [TotalEnergies affirme évaluer l’impact des sanctions américaines sur Arctic LNG 2 | Reuters](#)
- ‘11th issue of the weekly digest on impact of foreign companies’ exit on RF economy’. Kyiv School of Economics. 25 July 2022. [11th issue of the weekly digest on impact of foreign companies' exit on RF economy - Kyiv School of Economics](#)

9. Annexes

Grade A : Withdrawal (Clean Break)	Grade B : Suspension (Keeping options open for return)	
Renault SA (ENXTPA:RNO) Sodexo S.A. (ENXTPA:SW) LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne (ENXTPA:MCY) Industria de Diseño Textil, S.A. (BME:ITX) L'Occitane International S.A. (SEHK:973) Publicis Groupe S.A. (ENXTPA:PUB) Legrand SA (ENXTPA:LR) Société Générale Société anonyme (ENXTPA:GLE) L'Air Liquide S.A. (ENXTPA:AI) Zwack Unicum Nyrt. (BUSE:ZWACK) Atos SE (ENXTPA:ATO) A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B) Banco Santander, S.A. (BME:SAN) Deezer S.A. (ENXTPA:DEEZR)	Hermès International Société en commandite par actions (ENXTPA:RMS) Thales S.A. (ENXTPA:HO) Orange S.A. (ENXTPA:ORA) Volkswagen AG (XTRA:VOW3) Aston Martin Lagonda Global Holdings plc (LSE:AML) Alstom SA (ENXTPA:ALO) Deutsche Lufthansa AG (XTRA:LHA) Schneider Electric S.E. (ENXTPA:SU) Siemens Aktiengesellschaft (XTRA:SIE) Pernod Ricard SA (ENXTPA:RI) Kering SA (ENXTPA:KER) Danone S.A. (ENXTPA:BN) Moncler S.p.A. (BIT:MONC) Wizz Air Holdings Plc (LSE:WIZZ) L'Oréal S.A. (ENXTPA:OR) Compagnie Générale des Établissements Michelin Société en commandite par actions (ENXTPA:ML)	
Grade C : Scaling back (Reducing current operations)	Grade D : Buying time (Holding off new investments/development)	demands for exit or reduction of activities)
Amadeus IT Group, S.A. (BME:AMS) Bonduelle SCA (ENXTPA:BON) Compagnie de Saint-Gobain S.A. (ENXTPA:SGO) thyssenkrupp AG (XTRA:TKA) Shell plc (LSE:SHEL) UBS Group AG (SWX:UBSG)	Metro AG (XTRA:B4B) Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt. (BUSE:RICHTER) AstraZeneca PLC (LSE:AZN) HSBC Holdings plc (LSE:HSBA) Reckitt Benckiser Group plc (LSE:RKT) OMV Aktiengesellschaft (WBAG:OMV) Nestlé S.A. (SWX:NESN) Accor SA (ENXTPA:AC)	Société BIC SA (ENXTPA:BB) AXA SA (ENXTPA:CS) TotalEnergies SE (ENXTPA:TTE) Vinci SA (ENXTPA:DG) Ariston Holding N.V. (BIT:ARIS)

Figure 14 : Entreprises européennes sélectionnées pour notre étude et classés par grade

10. Liste des acronymes

PIB = Produit Interieur Brut

GEM = Grenoble Ecole de Management

AR = Abnormal Return

CAR = Cumulative Abnormal Return

ST DEV = Standard Déviation (écart-type en français)

SWIFT = Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

11. Déclaration obligatoire de l'usage fait de l'IA Générative

Domaine	Outils d'IA générative utilisé(s)	Objectif/ Fonction	Section du document concernées
Génération d'idées	ChatGPT (OpenAI)	Aide à la structuration du plan et formulation des axes d'analyse	Introduction, méthodologie
Génération de texte	ChatGPT (OpenAI)	Rédaction de paragraphes explicatifs, interprétations de tableaux et synthèses	Résultats, analyse, discussion, conclusion
Révisions, traduction et résumé de textes	ChatGPT (OpenAI)	Reformulation pour clarté, relecture, passage à un style académique	
Génération de données	ChatGPT (OpenAI)	Création de tableaux de synthèse et calculs intermédiaires à partir de données brutes	Annexes, tableaux comparatifs (2021–2023)
Analyse de données	ChatGPT (OpenAI)	Aide à l'interprétation statistique et visuelle des données financières	Analyse des résultats, comparaison par grade
Synthèse d'image	ChatGPT (OpenAI)	Création de graphiques sur les rendements anormaux (AR, CAR)	
Autres	ChatGPT (OpenAI)	Accompagnement méthodologique général et explications théoriques (ex: Fama-French)	Méthodologie, cadre théorique