

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Discussion Paper | CROSS ASSET Investment Strategy

DP-30-2018

Engagement actionnarial: pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

Engagement actionnarial : pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?*

FILIP BEKJAROVSKI

TSE PhD student
Recherche Amundi

MARIE BRIÈRE

Recherche Amundi

Finalisé en décembre 2017

Résumé

Avec d'importantes participations dans les entreprises au sein de larges portefeuilles diversifiés, les investisseurs institutionnels ont grand intérêt à suivre et influencer l'activité des émetteurs. L'engagement actionnarial est en train de devenir une composante majeure de leur processus d'investissement. Nous décrivons ici les différents canaux par lesquels les actionnaires peuvent contester les décisions des entreprises, notamment ceux privilégiés par les investisseurs institutionnels (vote aux assemblées générales et dialogue en coulisse) et nous analysons leur efficacité.

De façon générale, les études empiriques corroborent l'idée que l'engagement actionnarial est rentable pour ceux qui le pratiquent. La performance financière et extra-financière des entreprises visées tend à s'améliorer à la suite d'un engagement réussi. Bien qu'il engendre parfois des coûts importants, l'engagement actionnarial peut être lucratif pour les investisseurs qui le pratiquent.

* Les auteurs tiennent à remercier Thierry Bogaty, Cédric Laverie et Jean-Pierre Poulet pour leurs précieux commentaires.

Table des matières

Résumé	3
I. Rôle et racines de l'engagement actionnarial	7
II. Les différentes formes de l'engagement actionnarial	8
III. L' engagement actionnarial pratiqué par les investisseurs institutionnels	16
IV. Le rôle croissant des agences de conseil en vote par procuration	19
V. Impact de l' engagement actionnarial	24
Conclusion	28
Références	29
Discussion Papers	35

I. Rôle et racines de l'engagement actionnarial

L'engagement actionnarial désigne **l'influence des investisseurs sur les pratiques des entreprises** au travers de la mise à profit de leur position d'actionnaire. Gillan et Starks (2007) définissent les actionnaires activistes comme des « *investisseurs insatisfaits de certains aspects de la gestion ou de l'activité d'une entreprise et qui tentent d'instaurer un changement au sein de l'entreprise sans occasionner de changement de contrôle.* » Tirole (2006) indique qu'un suivi actif « *consiste à interférer dans la gestion [d'une entreprise] afin d'augmenter la valeur des droits des actionnaires.* »

La nécessité d'une approche activiste est ancrée dans la **séparation entre l'actionnariat de l'entreprise et son contrôle** (Jensen et Meckling, 1976). On conçoit facilement que les dirigeants d'entreprises ont des intérêts qui divergent de ceux des actionnaires. Ces divergences ne peuvent être entièrement résolues au moyen de contrats, en raison de l'impossibilité de prévoir toutes les contingences futures (Shleifer & Vishny, 1997). D'autre part, le suivi est coûteux et les clauses de ces contrats risqueraient de ne pas toutes être applicables par un tribunal. Les actionnaires financiers ne possèdent pas toutes les informations relatives à l'activité quotidienne des entreprises et les droits de contrôle résiduels incombent aux dirigeants. La supervision des actionnaires est donc nécessaire pour garantir le bon fonctionnement des entreprises modernes.

L'engagement environnemental et social est souvent motivé par une **divergence entre les préférences des actionnaires et de la direction**. En présence d'externalités générées par les entreprises, il est souvent dans l'intérêt des investisseurs de minimiser les coûts potentiels de ces externalités en exerçant une influence sur l'activité des entreprises. Les grands investisseurs institutionnels qui possèdent des portefeuilles diversifiés et investis à long terme sont souvent des investisseurs dits « universels » à la tête de participations substantielles dans le capital des entreprises (Mattison et al., 2011). L'importance de ces participations¹ les expose aux risques d'externalités majeures issues d'un comportement irresponsable de l'entreprise sur les plans social et environnemental, qui peuvent notamment affecter les autres entreprises dans leur portefeuille.

Les débuts de l'engagement actionnarial remontent aux années trente. Après la Grande Dépression, de nombreuses législations ont été votées pour réformer la gouvernance des entreprises. Toutefois, les actionnaires jugeaient ces législations inadéquates et ont pris des mesures en vue de contraindre les dirigeants des entreprises à opérer des changements. Ainsi, en 1949, l'« Association of

¹ Le financement des entreprises peut également se faire sous la forme de dette, mais l'engagement des détenteurs de dette est une pratique moins répandue (Gao, 2009).

Independent Telephone Unions » a acquis des actions de American Telephone and Telegraph et s'en est servi comme moyen de négociation pour aborder la question de la réduction des prestations de retraite. La plupart de ces initiatives activistes n'ont pas porté leurs fruits, les actionnaires mécontents préférant alors « voter avec leurs pieds », c'est-à-dire vendre leur participation, plutôt que de mettre au défi les dirigeants des entreprises.

L'engagement actionnarial a connu un regain de vigueur dans les années soixante-dix. Premièrement, la Securities and Exchange Commission (SEC) a adopté un **règlement (Règlement 14a-8 de la Securities Exchange Act de 1934), permettant aux actionnaires dans les entreprises cotées de proposer des résolutions.** Deuxièmement, l'actionnariat institutionnel s'est rapidement développé pendant cette période. De grands fonds de pension mais également des fonds communs de placement (*mutual funds*) et des fonds spéculatifs ont commencé à se montrer plus actifs. CalPERS (régime de retraite des employés de la fonction publique en Californie) a été l'un des premiers fonds de pension à faire usage de pratiques d'engagement actionnarial (Smith, 1996) en entamant un dialogue avec les dirigeants des entreprises, en déposant des résolutions, voire en lançant des campagnes à résonance publique (avec par exemple des communiqués de presse) pour contraindre les entreprises à modifier leurs politiques.

En 2003, la Securities and Exchange Commission américaine (SEC) franchit un nouveau cap en **exigeant des mutual funds qu'ils communiquent les votes exprimés sur les résolutions soumises aux assemblées générales.** Cette nouvelle règle faisait suite aux scandales de 2001-2002 ainsi qu'à une série d'interventions du gouvernement fédéral dans la gouvernance des entreprises au moyen de la loi Sarbanes-Oxley.² Les *mutual funds* étaient alors sous le feu des critiques en raison de conflits d'intérêts potentiels avec les entreprises détenues dans leurs portefeuilles (relations d'affaires, gestion de leurs fonds de pension, etc.). La nouvelle réglementation visait à renforcer l'engagement de ces fonds dans la gouvernance des entreprises et améliorer la transparence.

II. Les différentes formes de l'engagement actionnarial

Provoquer un changement est plus facile pour des actionnaires majoritaires (ou des groupes possédant une participation majoritaire), car la menace d'un remaniement de la direction est crédible. Cependant, les actionnaires dispersés ont également à disposition différents outils pour contester les dirigeants en cas de désaccord avec la politique de l'entreprise. L'engagement actionnarial

² La loi Sarbanes-Oxley a imposé entre autres de nouvelles exigences en matière de contrôle financier et de reporting (avec par exemple un renforcement du rôle des comités d'audit, la conduite de tests de contrôle interne, l'instauration d'une responsabilité personnelle des administrateurs vis-à-vis de l'exactitude des comptes, etc.) pour les entreprises cotées en Bourse.

peut revêtir des formes diverses: (1) **sortir de l'investissement** en vendant ses titres, (2) **voter** en assemblée générale, (3) **dialoguer** en coulisse avec la direction et le conseil d'administration, (4) **exprimer** publiquement son désaccord (dans les médias), (5) **proposer** des résolutions d'actionnaires ou (6) **initier** une OPA (acquérir une part importante du capital). Nous commencerons par décrire ces canaux avant de nous intéresser à leur efficacité respective.

La sortie de l'investissement

Les actionnaires mécontents de la politique conduite par une entreprise peuvent décider de vendre leurs actions. Au premier abord, cette pratique peut sembler incompatible avec le concept même d'engagement actionnarial. Coffee (1991) avance même que la liquidité du marché et la capacité des investisseurs à vendre facilement leurs actions portent préjudice à la gouvernance d'entreprise. Néanmoins, la simple *menace* de liquider l'investissement peut potentiellement réduire les coûts d'agence (Admati & Pfleiderer, 2009). **Les grands actionnaires peuvent menacer de vendre leurs actions dans une entreprise** et entraîner ce faisant une baisse du titre. Si la rémunération des dirigeants est indexée sur la valeur de l'action, cette pratique peut donc les affecter personnellement. Toutefois, pour que ce canal soit efficace, la menace de sortie de l'investissement doit être crédible. Ce n'est pas toujours le cas dans la réalité, car les investisseurs ont souvent des contraintes d'investissement exogènes et peuvent supporter des coûts de transaction importants pour liquider leur participation. De plus, la menace doit être considérée comme une information négative par le marché pour pouvoir affecter le prix de l'action.

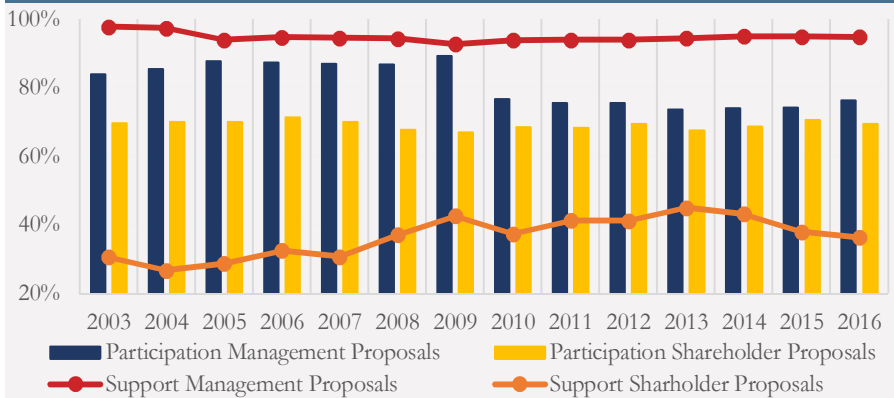
McCahery, Sautner & Starks (2016) ont conduit une large enquête auprès des investisseurs institutionnels, et montrent que la sortie d'investissements à la suite de performances médiocres est une pratique assez commune, à laquelle recourent **49 % des investisseurs**. De plus, 39 % des participants ayant répondu indiquent qu'ils ont déjà utilisé cette pratique en raison d'inquiétudes concernant la gouvernance. Dans l'ensemble, **les fonds dotés d'horizons de placement plus courts et détenant des participations moins importantes sont plus susceptibles de « voter avec leurs pieds »** (Duan & Jiao, 2016). On conçoit facilement qu'un horizon de placement court donne aux fonds concernés un avantage comparatif pour dénouer rapidement des positions. En revanche, le fait de détenir une part élevée du capital des entreprises implique des contraintes de liquidité plus importantes, d'où un plus grand intérêt à engager un dialogue actif et réussi.

Le vote

Le vote en assemblée générale est une autre manière d'influencer les décisions des entreprises. Aux États-Unis, la participation aux votes est relativement élevée à la fois pour les résolutions proposées par les dirigeants (entre 74 % et 89 % selon les années) et les actionnaires (entre 67 % et 71 %) (Graphique 1). Ce

taux élevé de participation peut s'expliquer par le fait que les **mutual funds**, qui ont détenu entre un quart et un tiers des actions du marché américain ces dix dernières années (Duan & Jiao, 2014), **sont assujettis à un devoir fiduciaire qui leur impose de voter dans l'intérêt des actionnaires** (Morgan, Poulsen, Wolf & Yang, 2011). En règle générale, les investisseurs institutionnels votent aux assemblées générales de 90 % des sociétés qu'ils détiennent. Cet exercice est facilité par l'existence de plateformes proposées par des organismes de conseil en vote par procuration, telles qu'ISS. Les investisseurs particuliers, dont l'accès à ces plateformes est limité et qui ne sont pas obligés de voter, n'expriment leur avis que dans un tiers des votes (Fisch, 2017).

1 – Évolution du soutien et de la participation au vote de résolutions proposées par le management et par les actionnaires



Le taux de participation correspond au pourcentage d'actions pour lesquelles des votes ont été exprimés par rapport à l'encours d'actions disponible. Le taux de soutien est le pourcentage d'actions pour lesquelles ont été exprimés des votes favorables par rapport à un dénominateur propre à l'entreprise. Les dénominateurs les plus fréquents sont « votes favorables + votes défavorables » (73 %) et « votes favorables + votes défavorables + abstentions » (22,7 %). Les chiffres sont issus des « Statistiques des résultats des votes aux assemblées générales d'entreprises » (« Company vote results data ») d'ISS Voting Analytics, qui consignent les résolutions proposées par les dirigeants et par les actionnaires aux assemblées des entreprises du S & P 1500. Ces statistiques recensent au total 370 917 résolutions votées.

Source: Recherche Amundi

Les taux de soutien ont tendance à être très élevés pour les résolutions proposées par les dirigeants (Graphique 1). Le soutien apporté aux résolutions proposées par les actionnaires est en hausse par rapport à la décennie précédente. Néanmoins, le taux de soutien varie considérablement en fonction des résolutions. Les votes de routine comme ceux de ratification des commissaires aux comptes reçoivent un soutien très important (98,3 %), alors que des questions comme la déclassification des conseils d'administration (permettant un renouvellement de tous ses membres en même temps) peuvent être assez controversées (soutien moyen de 81 %).

L'analyse du comportement des fonds en matière de vote est devenue plus facile depuis que la SEC a instauré l'obligation de divulgation publique des registres de vote des *mutual funds* en 2003. L'attitude la plus fréquente parmi les investisseurs institutionnels consiste à **soutenir l'indépendance du conseil d'administration et à s'opposer aux mesures anti-OPA ainsi qu'à l'inégalité des droits de vote** (double catégorie d'actions) (Appel, Gormley & Keim, 2016). Des recherches conduites par la suite ont montré que les **fonds présentant des coûts plus faibles et ayant plus d'intérêt à voter** (fonds plus grands, plus concentrés et avec un taux de rotation moins élevé) **ont davantage tendance à conduire une politique de vote indépendante** et à prendre de la distance par rapport aux recommandations des agences de conseil en vote par procuration (Iliev & Lowry, 2014). D'autre part, les *mutual funds* vont plus facilement dans le sens de résolutions d'actionnaires censées créer de la valeur (comme les propositions liées à la rémunération, à la gouvernance et au conseil d'administration), et leur soutien renforce les chances de vote favorable d'une résolution (Morgan, Poulsen, Wolf & Yang, 2011).

Le dialogue « en coulisse »

Le dialogue en coulisse implique une communication privée entre les actionnaires activistes et le conseil d'administration ou les dirigeants de l'entreprise, généralement en amont de mesures à résonance publique comme un vote, le dépôt de résolutions d'actionnaires³ et l'expression d'une opinion en public. Dans un sens, l'existence d'autres formes d'engagement public peut être considérée comme l'aveu que des tentatives de dialogue ont été infructueuses. En présence de problèmes de nature environnementale et sociale, il est fréquent d'écrire au conseil d'administration ou aux dirigeants, car cette méthode permet aux actionnaires d'exprimer une inquiétude et d'essayer d'influencer la politique de l'entreprise de manière officieuse. Le recours à des réunions en face-à-face avec les dirigeants ou des administrateurs non-exécutifs est aussi une pratique habituelle pour aborder les problèmes de gouvernance (McCahery, Sautner & Starks, 2016; Barko, Cremers & Renneboog, 2017). Naturellement, la portée du dialogue en coulisse est difficile à mesurer, mais certaines enquêtes et bases de données propriétaires apportent un certain éclairage sur la prévalence et l'efficacité de ce canal. Les premiers travaux consacrés au sujet mettaient en évidence le fait que la communication en coulisse avec les dirigeants d'entreprises était particulièrement prisée par les fonds spéculatifs (Brav et al. 2008). Plus récemment, McCahery, Sautner et Starks (2016) ont conclu que **65 % des participants à leur enquête (menée auprès d'un vaste échantillon d'investisseurs institutionnels) entretiennent un dialogue direct avec les dirigeants des entreprises dans**

³ Très souvent (notamment aux États-Unis), les résolutions des actionnaires sont présentées au préalable, ce qui ouvre ensuite la voie à des négociations avec les dirigeants.

lesquelles ils investissent au cours des 5 dernières années. De même, 45 % des participants à l'enquête ont indiqué qu'ils avaient entretenu un dialogue en coulisse avec le conseil d'administration et sans la présence des dirigeants, ce qui tend à montrer que la discussion « en coulisses » serait une pratique commune pour les investisseurs institutionnels au sens large.

L'expression publique

Les données suggèrent que la critique publique (par exemple dans les médias) est une pratique rarement employée par les investisseurs institutionnels (13 %) (McCahery, Sautner & Starks, 2016). Même si cette critique peut aider à coordonner et sensibiliser, les investisseurs craignent de perdre un moyen de pression et de menace s'ils expriment publiquement leur désaccord (Solomon, Soltes & Sosyura, 2014 ; Aggarwal, Erel & Starks, 2015).

La présence d'une couverture médiatique semble influencer la politique de vote des investisseurs institutionnels. Aggarwal, Erel & Starks (2015) ont analysé le lien entre vote et couverture médiatique pendant la période englobant la crise financière des subprimes. Ils ont constaté que les propositions d'actionnaires contestées avaient obtenu davantage de soutien au moment de la crise, tout particulièrement pendant la première saison des votes par procuration. D'autre part, à cette époque, les investisseurs institutionnels ont été moins enclins à soutenir les résolutions des dirigeants et à suivre les recommandations d'ISS. Le changement dans l'opinion publique qui s'est produit pendant la crise semble avoir amené les investisseurs à adopter une vision plus indépendante de celle des conseillers en vote par procuration et à soutenir davantage les propositions des actionnaires au détriment de celles des dirigeants.

Proposer une résolution

Aux États-Unis, la proposition d'une résolution est un outil relativement abordable pour l'actionnaire activiste⁴ (Ferri, 2012). Il suffit de détenir au moins 2000 USD⁵ (ou 1 %) du capital sous forme d'actions pour avoir le droit de soumettre une résolution (règlement 14a-8 de la SEC). En Europe, le seuil de capital à détenir pour pouvoir déposer une résolution varie en fonction des pays : 5 % du capital émis au Royaume-Uni, 5 % des actions avec droit de vote en France, 1 % des actions avec droit de vote ou 70 000 € en Autriche, 1 % des actions/certificats ou 50 millions € aux Pays-Bas, ou encore 1 million CHF du capital-actions émis en Suisse. En Allemagne, en Suède, en Norvège et en Finlande, tout actionnaire détenant au moins une action est en droit de soumettre une résolution.

⁴ Il faut en pratique également tenir compte des coûts indirects qui varient considérablement en fonction du degré et de la sophistication du conseil juridique requis par l'actionnaire à l'origine de la résolution.

⁵ Le montant minimal de capital requis doit avoir été détenu pendant au moins un an d'affilée ; cette règle a été instaurée pour privilégier les résolutions des investisseurs à long terme.

Les résolutions d'actionnaires proviennent de nombreux types d'investisseurs. Les statistiques d'ISS Voting Analytics indiquent que les actionnaires individuels ont tendance à proposer le plus grand pourcentage de résolutions (10,5 %). Les syndicats et les fonds de pension sont également assez actifs avec respectivement 7,0 % et 4,9 % des résolutions proposées. Les réponses aux enquêtes révèlent que seulement **16 % des investisseurs institutionnels déclarent avoir recours aux résolutions proposées par les actionnaires comme outil d'influence** (McCahery, Sautner & Starks 2016). Il semble donc que dans l'ensemble, les résolutions d'actionnaires soient une pratique rare parmi les investisseurs institutionnels.

Tableau 1: Soutien aux propositions d'actionnaires (2006-2016).

Résultats des votes	% de résolutions proposées par des actionnaires	Soutien moyen
Résolution amenée au vote	74,2 %	64,8 %
Accord avec majorité	44,2 %	93,6 %
Désaccord	30,0 %	22,4 %
Non votée	25,8 %	/

Le soutien correspond au pourcentage moyen de votes favorables récolté par une proposition. Données issues de la base de données « Shareholder proposals » (ISS Voting Analytics) couvrant les résolutions des entreprises du SP1500. Résultats basés sur l'analyse de 21 459 votes.

Environ un quart des propositions d'actionnaires ne sont jamais votées (parce qu'elles sont retirées avant le vote, par exemple). Presque un tiers des propositions d'actionnaires ne reçoivent pas une majorité de soutiens. Le soutien moyen des propositions d'actionnaires votées s'élève à 64,8 % (Tableau 1). Globalement, les **mutual funds ont tendance à voter contre les propositions d'actionnaires et apportent un soutien relativement plus important aux propositions concernant la gouvernance** (Morgan, Poulsen, Wolf & Yang, 2011). **Les fonds socialement responsables avec de faibles taux de rotation soutiennent davantage les propositions d'actionnaires** (Morgan, Poulsen, Wolf & Yang, 2011).

Le fait de soumettre une résolution n'a pas les mêmes conséquences juridiques en fonction des pays. **Aux États-Unis, le soutien majoritaire apporté à une résolution d'actionnaire n'est pas contraignant.** Il appartient au conseil d'administration de décider ou non de la mise en œuvre. Les propositions soutenues par une majorité d'actionnaires ont en revanche une **valeur juridique contraignante au Royaume-Uni et dans la plupart des pays d'Europe continentale à l'exception des Pays-Bas** (Cziraki, Renneboog & Szilagyi, 2010).

Pour une entreprise, le choix de ne pas appliquer une résolution d'actionnaire votée peut être lourd de conséquences. En effet, les agences de conseil en vote par procuration, les agences de notation extra-financières et les actionnaires activistes filtrent explicitement les entreprises et les administrateurs en fonction de leur réactivité vis-à-vis des résolutions votées à la majorité (Ertimur, Ferri et Stubben, 2010), et une réponse jugée insuffisante vaudra une recommandation négative de la part des conseillers en vote par procuration. Ainsi, Institutional Shareholder Services (ISS) a pour politique d'émettre des recommandations de vote « contre » les administrateurs titulaires des entreprises qui n'appliquent pas les résolutions (Bach & Metzger, 2016). De la même façon, le Council of Institutional Investors (CII), qui défend les intérêts d'un vaste ensemble de fonds de pension américains, demande des comptes aux directeurs généraux quant aux mesures prises après le vote de résolutions d'actionnaires soutenues majoritairement. Par la suite, les conseils d'administration « épinglés » par CII peuvent être victimes de campagnes de « votes contre » lors des élections d'administrateurs. De plus, le fait qu'une résolution d'actionnaire obtienne un soutien majoritaire peut avoir un impact sur l'attitude de l'entreprise, car les actionnaires peuvent la mettre sous pression en rendant la question publique et en menaçant de voter contre d'autres résolutions. Autrement dit, le manque de réactivité d'une entreprise peut exposer cette dernière à une campagne dissidente (Bach & Metzger, 2014). Qui plus est, même si elle n'obtient pas un vote favorable, une résolution d'actionnaire peut servir d'outil pour exprimer un désaccord avec les dirigeants. Depuis quelques années, les conseils d'administration se montrent beaucoup plus enclins à appliquer des résolutions d'actionnaires non contraignantes ayant obtenu un vote majoritaire. Alors que ce type de résolution n'avait été mis en place que dans 16,1 % des cas en 1997, ce nombre est monté à 40 % en 2004 (Ertimur, Ferri et Muslu, 2010).

Enfin, les entreprises peuvent également contester les résolutions d'actionnaires avant que celles-ci soient votées. La SEC prévoit en effet un système « no-action »⁶ autorisant à ne pas tenir compte des résolutions d'actionnaires dans certaines situations. Souvent, les propositions que les entreprises sont autorisées à ignorer ont trait aux « intérêts personnels » de l'actionnaire qui les dépose et à des « activités opérationnelles ordinaires » d'une ampleur modeste en termes de chiffre d'affaires ou laissées à la discrétion des dirigeants. Un rapport publié récemment révèle que les entreprises ont contesté environ un tiers des propositions d'actionnaires entre 2013 et 2015 et que la moitié d'entre elles ont pu être ignorées avant le vote avec le consentement préalable de la SEC (Ceres, ICCR & US SIF, 2017).

⁶ La réception d'un courrier informel de la SEC autorisant l'absence de réaction signifie que les membres du personnel de la SEC ne recommanderont pas d'actions coercitives contre l'entreprise qui ne soumet pas la résolution au vote.

Acquisition ou initiation d'une participation importante

Contrairement aux moyens peu coûteux décrits ci-dessus, l'acquisition d'une participation importante dans une entreprise pour y provoquer des changements, par la menace d'une OPA ou d'un remaniement de la direction, peut se révéler assez onéreuse. **Certains fonds spéculatifs sont spécialisés dans ce type d'activisme** et acquièrent des positions extrêmement concentrées afin de disposer de ce type de moyen de pression. N'étant pas soumis aux mêmes exigences réglementaires (levier maximal, exigence de diversification et contraintes de liquidité), ils possèdent un avantage par rapport aux autres investisseurs institutionnels. **Les fonds spéculatifs activistes ciblent généralement de petites entreprises avec un fort book-to-market et une rentabilité élevée, mais aussi celles ayant un solide dispositif de défense anti-OPA et une meilleure rémunération du CEO** (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008).

Typiquement, une campagne activiste commence par la déclaration publique d'intentions activistes auprès de la SEC. Les investisseurs activistes doivent remplir un formulaire réglementaire (Schedule 13D) s'ils acquièrent plus de 5 % des actions avec droit de vote d'une entreprise cotée dans l'intention d'influencer son activité ou sa gestion⁷. En général, les activistes dialoguent d'abord avec l'entreprise avant d'adresser aux dirigeants un ensemble de demandes spécifiques formelles (restructuration, rachats d'actions, etc.). Cette première étape est rarement couronnée de succès, et est suivie la plupart du temps par une demande de représentation au conseil d'administration (par l'intermédiaire d'une proposition d'actionnaire ou d'un courrier public). Si l'activiste n'obtient pas satisfaction, il ou elle peut demander à d'autres actionnaires de remplir une procuration préliminaire et éventuellement engager une bataille de procuration. Celle-ci peut être un moyen efficace pour pousser les dirigeants à appliquer la stratégie demandée par les activistes; néanmoins, son coût est très élevé. Parmi les actionnaires déposant un formulaire 13D, un cinquième seulement demande une représentation au conseil d'administration et un dixième lance une bataille de procuration (Gantchev, 2013).

⁷ Dans la pratique, les campagnes activistes se lancent souvent avec un taux de participation beaucoup moins important.

III. L'engagement actionnarial pratiqué par les investisseurs institutionnels

Pratique actuelle des investisseurs institutionnels à long terme

McCahery, Sautner et Starks (2016) ont mené une enquête auprès de 143 grands investisseurs institutionnels à long terme⁸. D'après les résultats, le **dialogue en coulisse et le vote** sont les outils préférés des investisseurs en matière d'engagement. Près de 63 % des répondants déclarent avoir entrepris des discussions en direct avec des dirigeants d'entreprise au cours des 5 dernières années et 53 % ont voté contre des propositions soumises par les dirigeants pour exprimer leur désaccord. La vente d'actions pour mécontentement vis-à-vis de la performance ou de la gouvernance de l'entreprise est aussi une pratique commune, utilisée par respectivement 49 % et 39 % des répondants. Le recours à des canaux d'engagement plus extrêmes est assez limité: 15 % des répondants ont entamé des actions en justice et 13 % ont critiqué publiquement des entreprises détenues dans leur portefeuille. McCahery, Sautner et Starks (2016) observent que le dépôt de propositions d'actionnaires est rare parmi les investisseurs institutionnels (16 %). Leur enquête montre que les investisseurs à long terme interviennent plus activement que les investisseurs à court terme.

Fonds de gestion passive et engagement actionnarial

L'actionnariat des fonds de gestion passive dans les entreprises américaines a été multiplié par quatre au cours des 15 dernières années et représente aujourd'hui plus d'un tiers de l'ensemble des actifs des *mutual funds* (Appel, Gormley & Keim, 2017). Le développement des fonds de gestion passive suscite des inquiétudes quant à l'avenir du contrôle des entreprises. Deux points de vue s'opposent. La vision négative estime que les **fonds de gestion passive ont peu d'intérêt à contrôler la performance des entreprises** car ils se contentent de répliquer les positions d'un indice de référence. Si les investisseurs passifs sont dans l'incapacité de contrôler les entreprises, ou n'ont pas la volonté de le faire, l'impact sur la gouvernance et la performance peut être négatif. Au contraire, la vision positive soutient que **grâce à l'impossibilité sous-jacente de sortir de l'investissement, les investisseurs passifs ont d'autant plus intérêt à surveiller convenablement les entreprises, dialoguer et voter activement** aux conseils d'administration. De plus, en tant qu'actionnaires universels, ces acteurs sont responsables du coût du comportement d'entreprises socialement irresponsables sur la performance d'autres entreprises. Les fonds de gestion passive peuvent aussi être considérés comme des partenaires fiables aux yeux d'autres activistes, en raison de leur engagement stable et exogène vis-à-vis de leurs investissements dans l'entreprise. Celui-ci, couplé à l'importance des

⁸ Horizon d'investissement supérieur à 2 ans

participations de ces fonds, peut contribuer à réduire les coûts de coordination pendant les campagnes activistes (Appel, Gormley & Keim, 2017).

Il est particulièrement délicat d'identifier l'impact des investisseurs passifs sur l'engagement actionnarial. Les entreprises qui sont exclues d'un indice à cause de mauvaises performances vont probablement subir à la fois une campagne d'engagement actionnarial et la vente de leurs actions par les investisseurs passifs, sans pour autant que la réduction de la participation des investisseurs passifs soit la cause de cet engagement accru. Dans leur estimation de l'impact de la gestion passive sur l'engagement actionnarial, Appel, Gormley et Keim (2017) ont étudié le seuil arbitraire d'inclusion dans les indices comme un choc exogène sur le degré de détention passive des titres⁹ et ont ainsi pu identifier les effets sur l'engagement actionnarial d'une détention plus forte des firmes par des investisseurs passifs. Il en ressort qu'une présence plus élevée d'investisseurs passifs au capital n'entraîne pas une probabilité plus forte d'être la cible d'actionnaires activistes. Cependant, elle donne lieu à des **résolutions activistes plus ambitieuses** (par exemple, demandes de représentation au conseil d'administration) et à des tactiques de confrontation radicales (batailles de procuration). La mise en place de ces tactiques ambitieuses montre que les actionnaires activistes perçoivent que leur stratégie d'engagement aura plus de chance d'être fructueuse ou que les coûts d'une confrontation seront moins élevés (plus forte probabilité de remboursement des frais de campagne par l'entreprise). La présence au capital de fonds de gestion passive est également associée à une réaction de marché positive lors des annonces d'initiatives activistes. À long terme en revanche, l'impact sur les performances est non significatif.

Avec une méthode similaire, Schmidt & Fahlenbrach (2017) observent que **le pouvoir du CEO et la durée des mandats au conseil d'administration sont plus importants dans les entreprises dont une proportion élevée du capital est détenue par des investisseurs passifs** et que la valeur de ces entreprises a tendance à baisser à mesure que le pouvoir du CEO se renforce. De plus, les chercheurs ont identifié que l'annonce de fusions-acquisitions génère des rendements plus faibles lorsque les sociétés sont détenues par beaucoup d'investisseurs passifs. Ce constat corrobore l'idée que les dirigeants moins contrôlés, dans des entreprises détenues dans une large mesure par des investisseurs passifs, peuvent avoir plus de latitude

⁹ Les 250 plus petites valeurs d'un échantillon des 1000 plus grandes sociétés américaines appartiennent généralement à l'indice Russell 1000 et occupent un poids peu important dans celui-ci (0,014 %); les 250 valeurs suivantes classées par taille appartiennent à l'indice Russell 2000 et occupent un poids beaucoup plus élevé (0,145 %) (Appel, Gormley et Keim, 2017). Par conséquent, les fonds de gestion passive ont tendance à détenir en moyenne une participation institutionnelle plus importante dans les 250 plus grandes valeurs de l'indice Russell 2000 que dans les 250 plus petites valeurs de l'indice Russell 1000.

à favoriser des fusions-acquisitions favorisant leur intérêt personnel mais réduisant la valeur de l'entreprise (Jensen, 1986).

En résumé, les éléments récents suggèrent que le rôle des investisseurs passifs dans l'engagement actionnarial n'est pas neutre. D'une manière générale, il semble que les investisseurs passifs contribuent à renforcer l'impact des méthodes d'engagement peu coûteuses comme les résolutions d'actionnaires, mais qu'en revanche, ils portent préjudice aux méthodes plus onéreuses comme le contrôle du cumul des pouvoirs du CEO et le monitoring de l'activité de fusions-acquisitions (Schmidt & Fahlenbrach, 2017).

Conflits d'intérêts

Une question qui a suscité ces dernières années une certaine attention, est celle du conflit d'intérêts potentiel entre les gestionnaires d'actifs qui gèrent les fonds de pension d'entreprises clientes, tout en détenant des actions de la même entreprise pour le compte de leurs clients. Davis & Kim (2005), Ashraf, Jayaraman & Ryan (2012) ont étudié comment votent les fonds aux conseils d'administration d'entreprises clientes et mettent en évidence une propension globalement plus forte à soutenir les dirigeants parmi les *mutual funds* qui entretiennent des liens commerciaux étroits avec des fonds de pension. Ils formulent l'hypothèse que les fonds entretenant d'importants liens commerciaux avec les entreprises adoptent des politiques de vote qui vont dans le sens de toutes les propositions des dirigeants (que l'entreprise soit cliente ou non) afin d'éviter une surveillance publique sur les votes pouvant donner lieu à un conflit d'intérêts.

Initiatives d'engagement conjointes

Les investisseurs institutionnels intéressés à influencer les pratiques environnementales des entreprises ont récemment uni leurs forces via l'initiative Climate Action 100+. Leur objectif est d'influencer la responsabilité des entreprises et de surveiller l'évolution du risque climatique et des émissions de gaz à effet de serre dans l'ensemble de la chaîne de valeur. Les participants à l'initiative cherchent également à accroître l'information mise à disposition par les entreprises de manière à aider les investisseurs à mieux évaluer la robustesse des entreprises face aux scénarios de changement climatique. Cette coopération sur les questions sociales et environnementales est également développée dans le cadre des principes pour l'investissement responsable (PRI). La mission de l'initiative, représentant la vision d'investisseurs signataires possédant plus de 59 milliards de dollars d'actifs, est d'intégrer les questions ESG dans les politiques d'investissement et d'actionnariat. La popularité de ces initiatives témoigne de l'émergence d'une nouvelle infrastructure institutionnelle de Responsabilité Sociale des Entreprises volontaire qui vise à exercer une pression sur les entreprises en l'absence de gouvernance mondiale (Waddock, 2008).

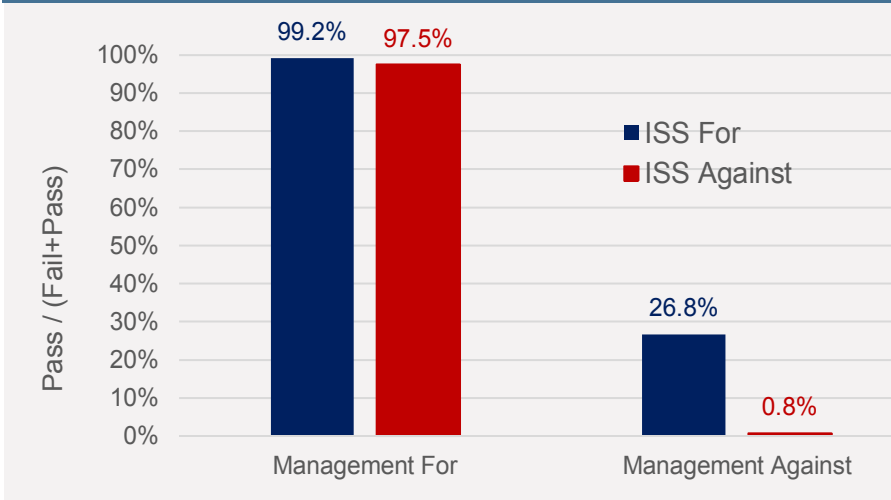
IV. Le rôle croissant des agences de conseil en vote par procuration

Rechercher la manière optimale d'exprimer son droit de vote dans chaque entreprise comporte un coût élevé. Les investisseurs sont confrontés au problème classique du « free rider » (Grossman & Heart, 1980), car les bénéfices d'un vote informé se trouvent partagés par tous les actionnaires alors que le coût de la recherche liée au vote doit être supporté par chaque investisseur. Les investisseurs institutionnels possèdent un volume important d'actifs sous gestion et ont le devoir fiduciaire de voter. Pourtant, même pour ces acteurs, le **problème du « free rider » dilue les avantages liés à un vote actif potentiellement coûteux, car le pourcentage moyen des participations institutionnelles dans chaque entreprise s'élève à seulement 0,30 % environ** (Larcker, McCall & Ormazabal, 2015). C'est pour résoudre ces problèmes qu'est apparu le secteur du conseil en vote par procuration. Celui-ci a développé **une expertise en recherche accessible à tous ses clients, permettant de réduire le coût d'un vote informé pour chacun d'entre eux**. Dans le cas des *mutual funds* américains, l'intérêt d'acheter et de suivre les recommandations d'un conseiller en vote par procuration est encore plus important, car la SEC (2004a et b) considère que les politiques de vote établies par un tiers indépendant sont exemptes de conflits d'intérêts, et sont donc compatibles avec les obligations des fonds en matière de vote (Larcker, McCall & Ormazabal, 2015).

Le degré de suivi des recommandations des conseillers en vote par procuration varie d'un fonds à l'autre. Dans l'ensemble, environ **25 % des *mutual funds* suivent de très près les recommandations d'ISS** (Iliev & Lowry, 2014). Mais de manière étonnante, d'importantes divergences peuvent apparaître en matière de pratique de vote au sein de mêmes familles de fonds (Morgan, Poulsen, Wolf & Yang, 2011). Globalement, les **fonds qui ont un grand intérêt à voter activement et pour lesquels les coûts liés à la collecte d'informations** sont relativement faibles (c'est-à-dire les grandes familles de fonds possédant des participations en actions élevées et concentrées) ont tendance à **adopter plus de distance par rapport aux recommandations des agences de conseil** (Iliev & Lowry, 2014). Plus de 99 % des résolutions soutenues à la fois par les dirigeants et par ISS reçoivent un vote favorable.

Le rôle des agences de conseil en vote par procuration revêt un intérêt particulier en présence de conflit entre les recommandations. **Les recommandations négatives d'ISS s'accompagnent de taux de vote en faveur de la résolution inférieurs de 1,7 % lorsque les dirigeants d'entreprise soutiennent les recommandations**. En revanche, lorsque les dirigeants sont contre, les taux de vote favorables aux résolutions soutenues par ISS sont supérieurs de 26 % à celles qui ne sont soutenues ni par ISS ni par les dirigeants (Graphique 2).

2 — Désaccords ISS-dirigeants



Pourcentage de résolutions votées. Les recommandations soutenues par les dirigeants correspondent à la recommandation de vote du conseil d'administration affichée dans le bordereau de vote par procuration. Les recommandations soutenues par ISS sont issues du rapport de recherche ISS sur les votes par procuration. Sur la base d'un échantillon de 424 360 votes de résolutions proposées par les dirigeants et les actionnaires (gouvernance) entre 2003 et 2016. Données issues de la base de données « Résultats des votes par procuration » (ISS Voting Analytics).

Source: Recherche Amundi

Les conseillers en vote par procuration ont-ils un impact sur l'issue des résultats ?

Les premières recherches empiriques ont mis en évidence une relation positive entre les recommandations des agences de conseil et le soutien des votants (Ertimur, Ferri & Oesch, 2012; Li, 2013). Plus récemment, Malenko et Shen (2016) se sont appuyés sur l'approche de la régression par discontinuité¹⁰ et sur la nature arbitraire de la surveillance d'ISS sur les dispositifs de rémunération pour évaluer l'effet de causalité des

¹⁰ La régression par discontinuité est une méthode couramment utilisée dans les travaux académiques sur les votes. Dans ce cas précis, la méthode s'appuie sur des votes serrés pour évaluer l'effet de causalité du soutien des votants. L'idée de départ est que les agents ne peuvent pas prédire si une résolution sera votée ou rejetée de peu, et ne peuvent donc pas prendre de mesures en amont dans le cas de ces votes. De plus, les entreprises concernées par des votes ou des rejets serrés ont tendance à présenter des caractéristiques similaires (Cuñat, Gine & Guadalupe, 2012), ce qui permet une inférence causale de l'effet de l'adoption de la résolution sur la variable considérée (par exemple, la performance de l'action).

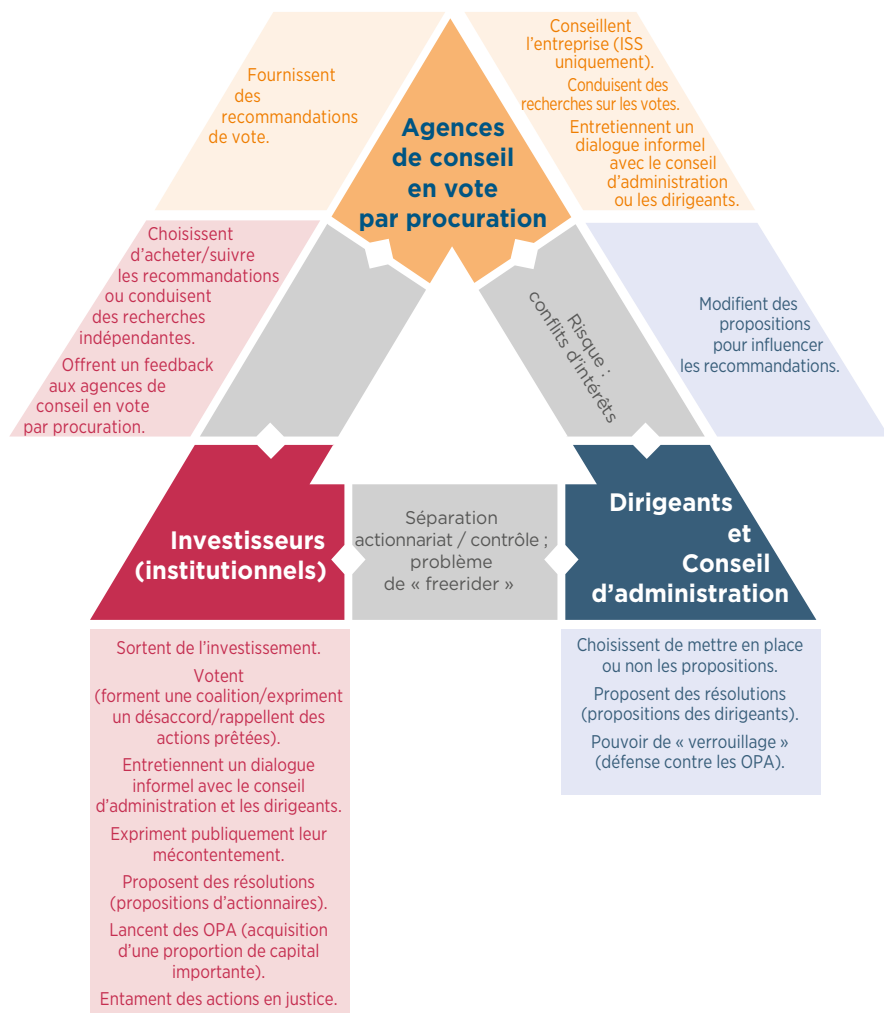
recommandations d'ISS. **Les entreprises qui atteignaient le seuil de surveillance arbitraire fixé par ISS** ont subi une analyse poussée de l'institut et **présentaient une probabilité 15 % plus élevée de recevoir une recommandation négative** au sujet de leurs résolutions liées à la rémunération des dirigeants exécutifs. D'un point de vue économique, cet effet est important, puisque la probabilité moyenne de recevoir une recommandation négative s'établit ordinairement à 12,7 %. Les résolutions relatives aux rémunérations assorties de recommandations négatives bénéficiaient d'un soutien inférieur de 25 % parmi les votants.

Étant donné l'impact important des agences de conseil sur l'issue des votes, il n'est pas surprenant d'observer que **les entreprises modifient des propositions avant les assemblées générales afin de rassurer les conseillers en vote par procuration et d'éviter des recommandations négatives** (Larcker, McCall & Ormazabal, 2015). La réaction du marché face à de telles pratiques est négative, et statistiquement significative. Larcker, McCall & Ormazabal (2015) en déduisent que les mesures prises pour se conformer aux recommandations des agences de conseil en vote contribuent à réduire la valeur d'une entreprise.

Concurrence entre les conseillers en vote par procuration et conflits d'intérêts

Actuellement, le marché du conseil en vote par procuration est **dominé par deux grands acteurs: (1) Institutional shareholder services (ISS) et (2) Glass Lewis**. ISS bénéficiait auparavant d'une position dominante, mais Glass Lewis a gagné en importance ces deux dernières années. Selon McCahery, Sautner et Starks (2015), 60 % des investisseurs institutionnels recourent aux services d'au moins un fournisseur de recommandations de vote par procuration. Environ 50 % des répondants déclarent utiliser des recommandations issues de plusieurs sources (McCahery, Sautner & Starks, 2015). D'une manière générale, la corrélation entre les recommandations d'ISS et de Glass Lewis est relativement élevée (Larcker, McCall & Ormazabal, 2015). Comparées à celles d'ISS, les recommandations de Glass Lewis semblent être plus hostiles (contre les dirigeants) concernant les résolutions relatives aux rémunérations (Larcker, McCall & Ormazabal, 2015).

3 — Rôle des agences de conseil en vote par procuration et liens avec les principaux acteurs



Source: Recherche Amundi

Récemment, l'opinion s'est intéressée aux effets de la **concurrence entre conseillers en vote par procuration**. Le problème de la concurrence dans ce secteur précis est étroitement lié à celui du problème de « free riding » entre actionnaires. Plus précisément, les investisseurs institutionnels n'ont pas grand intérêt à supporter le coût d'un vote informé et auraient

tendance à sélectionner leurs conseillers en vote par procuration principalement sur la base du critère du coût. Ce comportement incite les agences de conseil en vote par procuration à **éviter de conduire des recherches spécifiques sur les entreprises, pour minimiser leurs coûts à leur tour.** Autrement dit, la concurrence qui s'effectue uniquement par les prix porte préjudice à la qualité des votes, puisque le meilleur moyen d'être concurrentiel consiste à baisser ses coûts. Ainsi, **ISS émet généralement des recommandations uniformes concernant certaines politiques dans toutes les entreprises** (par exemple le droit de convoquer des assemblées extraordinaires et de requérir un vote à la majorité pour les administrateurs) (Iliev & Lowry, 2014), et cette pratique n'a pas échappé aux autorités de réglementation. **Le Commissaire de la SEC Dan Gallagher a tiré la sonnette d'alarme en 2013 en interrogeant si le fait de respecter les recommandations des conseillers en vote par procuration était compatible avec le devoir fiduciaire auquel sont astreints les fonds, à savoir de voter dans l'intérêt des actionnaires** (Iliev & Lowry, 2014).

L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ne voit pas de preuve claire de défaillance de marché dans l'interaction entre les conseillers en vote par procuration et les investisseurs, mais recommande néanmoins des améliorations en matière de transparence et de communication (ESMA, 2013). Plus précisément, l'ESMA préconise que les agences de conseil en vote par procuration divulguent les éléments suivants: (1) la méthodologie et les sources d'information employées pour établir les recommandations, (2) la façon dont les conditions et réglementations locales influent sur les recommandations, (3) la nature du dialogue entretenu par les agences de conseil en vote avec les émetteurs, et (4) les conflits d'intérêts potentiels. L'ESMA conclut qu'un régime d'agrément pour les agences de conseil en vote par procuration n'est pas nécessaire, estimant que l'adoption d'un Code de conduite et l'observation de normes minimales sont des éléments suffisants (ESMA, 2013).

Certaines inquiétudes ont également été exprimées concernant la présence d'**éventuels conflits d'intérêts dans le secteur du conseil en vote par procuration.** Par exemple, on sait qu'ISS fournit à la fois des **services de conseil aux émetteurs** et des recommandations aux fonds d'investissement au sujet des mêmes questions de gouvernance (voir Graphique 3), des conditions qui pourraient inciter ISS à donner des recommandations biaisées (Li, 2015). À cet égard, un certain degré de concurrence peut être utile. L'accroissement de la concurrence conduirait à un moindre soutien des propositions des dirigeants d'entreprises et contribuerait à réduire les conflits d'intérêts grâce au développement de recommandations alternatives (Li, 2015).

V. Impact de l'engagement actionnarial

De nombreuses études se sont penchées sur l'impact de l'engagement actionnarial sur la performance des entreprises et leur notation ESG. Une question liée est celle de savoir si l'engagement actionnarial peut être profitable pour les investisseurs qui le pratiquent, une fois déduits les coûts. Enfin, certaines études ont étudié les avantages potentiels de l'effet de signalement de l'engagement actif sur les entreprises non visées. À la suite du dialogue conduit avec une entreprise, d'autres entreprises dont la gestion est défaillante peuvent décider volontairement de prendre des mesures pour éviter de faire l'objet des pratiques d'investisseurs activistes.

D'une façon générale, l'exercice du droit de vote et le dépôt de résolutions d'actionnaires sont deux pratiques d'engagement actionnarial peu coûteuses. Et les premières études empiriques ont émis des doutes sur leur efficacité, notamment celle des votes, en tant qu'outil de suivi pour les investisseurs (Black, 1998 ; Romano, 2001 ; Gillan & Starks, 2007). Ainsi, Karpoff, Malatesta & Walkling (1996) observent que les propositions d'actionnaires ont un effet négligeable sur la performance de l'action et l'activité de l'entreprise. La vision dominante était que l'engagement à faible coût n'était pas très efficace (Ferri, 2012). Wohlstetter (1993) a même avancé que les propositions d'actionnaires réduisaient la valeur de l'entreprise car les investisseurs activistes ne possédaient pas l'expertise et l'information nécessaires pour inciter les dirigeants à prendre de meilleures décisions. Selon cette vision, au lieu d'améliorer la performance, ces actionnaires gênent les dirigeants d'entreprises et les empêchent d'agir efficacement (Lipton & Rosenblum, 1991). Même le marché peut considérer d'un mauvais œil le dépôt d'une résolution s'il considère cela comme l'aveu de l'échec d'un dialogue en coulisse (lequel précède habituellement la soumission d'une proposition) (Prevost & Rao, 2000).

Toutefois, la plupart des travaux récents mettent en lumière des aspects plus positifs. **Il a été démontré que les résultats des votes portant sur des questions spécifiques, comme l'adoption de mesures de gouvernance, ont un impact sur les valorisations des entreprises et contribuent à une hausse moyenne de 2,8 % de la valeur pour l'actionnaire** (Cuñat, Gine & Guadalupe, 2012). La mise en œuvre réussie de ce type de propositions a tendance à produire des effets plus élevés dans les entreprises pourvues de meilleurs mécanismes anti-OPA.

Les actionnaires activistes peuvent choisir de mener des recherches indépendantes spécifiques dans le cadre d'un vote ou essayer d'influencer activement l'issue de celui-ci au travers de batailles de procuration ou de l'emprunt d'actions en vue d'exercer le droit de vote rattaché. Dans ces situations, le coût de l'engagement actionnarial peut être assez conséquent.

Gantchev (2013) établit un modèle de l'engagement sous forme d'un processus séquentiel composé d'abord d'une demande de négociations, puis d'une demande de représentation au conseil d'administration et enfin d'une bataille de procuration, avant d'estimer le coût de chacune de ces étapes. Il en ressort que le coût moyen d'une campagne débouchant sur une bataille de procuration s'élève à 10,71 millions USD et que les coûts de suivi amoindrissent de plus de deux tiers les résultats d'une approche activiste.

Bien qu'elle soit plus onéreuse que de suivre les recommandations d'un conseiller, la conduite de recherches indépendantes dans le cadre des votes peut être rentable pour les actionnaires activistes. Iliev & Lowry (2014) ont analysé l'impact de recherches indépendantes sur la performance des fonds. Les structures qui ont plus d'intérêt à voter activement, tels que les grands fonds présentant un faible taux de rotation et des positions concentrées en actions, sont aussi moins susceptibles de suivre les recommandations d'ISS et bénéficient généralement de meilleures performances ajustées des risques.

Une preuve intéressante de la valeur des votes est fournie par le marché du prêt d'actions. Le prêt d'une action transfère à l'emprunteur le droit de vote attaché à cette dernière, ce qui fournit une occasion unique d'observer le comportement des investisseurs sur le marché du prêt de titres avant les assemblées générales. Les données empiriques indiquent que les investisseurs ont tendance à rappeler des actions prêtées avant la date de clôture des registres de vote par procuration afin d'exercer le droit de vote attaché à ces actions (Aggarwal, Saffi & Sturgess, 2015). Lorsque l'action est rappelée, la **commission liée au prêt de titres correspond à la valeur minimale du vote pour le fonds**. Si les investisseurs estiment que le vote ne contribuera pas à renchérir la valorisation, ils ne procèdent pas au rappel des titres et renoncent à la commission de prêt. Le taux de rappel des actions prêtées est généralement plus important pour les investisseurs ayant plus intérêt à faire un usage actif du droit de vote et pour les propositions au sein d'entreprises dont la gouvernance et la performance financière sont défailtantes (Aggarwal, Saffi & Sturgess, 2015). On peut en déduire que la valeur associée au droit de vote est positive et plus élevée pour les entreprises peu performantes.

Les premières études ont conclu que le dialogue en coulisse avait un impact limité sur les structures de gouvernance des entreprises visées et un effet négligeable sur la valeur ou les bénéfices des entreprises. Les éléments probants appuyant cette thèse étaient issus de l'analyse des dialogues conduits par de grands fonds de pension comme CalPERS (Nesbitt, 1994; Smith, 1996; Anson, White et Ho, 2004; English, Smythe et McNeil, 2004), de *mutual funds* (Davis & Kim, 2005) ou d'associations d'actionnaires comme le Council of Institutional Investors (Opler & Sokobin, 1995) et la United Shareholders Association (Strickland, Wiles & Zenner, 1996). Cette **absence d'impact était alors principalement expliquée par l'inadéquation du suivi (conséquence du**

problème de « free riding »), la dispersion de l'actionnariat (participations de petite taille)¹¹ et l'incapacité de consacrer des ressources suffisantes aux pratiques activistes. L'engagement actionnarial rencontre également des obstacles juridiques et institutionnels, notamment aux États-Unis, où les droits des actionnaires contre le conseil d'administration sont particulièrement restreints et limitent leur pouvoir en termes de nomination et d'élection d'administrateurs.¹² Enfin, les intérêts des investisseurs institutionnels peuvent être biaisés : les fonds de pension privés ne sont pas gérés indépendamment de la direction des entreprises auxquels ils se rapportent, et les fonds de pension publics peuvent subir l'influence de responsables politiques dont les intérêts divergent de ceux des bénéficiaires du régime.

Plus récemment, le débat concernant l'impact du dialogue en coulisse a été rouvert par Becht, Franks, Mayer & Rossi (2008), qui ont analysé les engagements en matière de gouvernance de Hermes Focus Fund, un fonds britannique détenu par le régime de retraites de British Telecom. Ce fonds a eu recours à des discussions en coulisse qui portaient principalement sur des demandes de restructuration visant un recentrage d'activité (par exemple grâce à la vente de divisions non stratégiques). L'étude a constaté que cette **stratégie de dialogue avait conduit à un rendement anormal de 4,9 % net de frais** par rapport à l'indice FTSE All-Share ne pouvant être expliqué par la sélection des valeurs.

Dimson, Karakas & Li (2015) ont également mis en évidence **le résultat positif des discussions en coulisse en matière d'ESG conduites par de grands acteurs institutionnels très impliqués dans l'investissement responsable.** Ces dialogues réussis ont donné lieu à un rendement anormal annuel de 4,4 % ainsi qu'à une amélioration de la performance comptable et de la gouvernance des entreprises ciblées. Les initiatives de dialogue les plus fructueuses visent des entreprises victimes de problèmes de réputation et dotées de moyens plus importants pour mettre en place des changements dans leur politique de responsabilité sociale. Barko, Cremers & Renneboog (2017) ont étudié l'engagement actionnarial lié à l'ESG avec une base de données propriétaire. Il en ressort que les **entreprises moins bien notées sur le plan de l'ESG sont plus susceptibles d'être visées par un dialogue et connaissent une amélioration de leurs notes pendant la durée de cet engagement.** L'engagement a donné de meilleurs résultats avec les entreprises possédant un historique ESG favorable et un actionnariat plus dispersé. Les dialogues réussis ont un effet positif sur la performance financière.

¹¹ Pour les investisseurs possédant une faible participation, les avantages découlant de l'engagement d'un dialogue actif et de son suivi sont relativement limités.

¹² Néanmoins, le développement de l'adoption des résolutions à la majorité des voix et le développement du vote par procuration sont en train de changer la donne.

En ce qui concerne l'engagement des fonds de pension, Barber (2007) a mis en évidence les très bons résultats à court terme de CalPERS (régime de retraites des employés de la fonction publique en Californie) quand celui-ci a rendu publique une liste d'entreprises visées. Cependant, sur le long terme, les effets positifs de l'engagement de CalPERS sont difficiles à évaluer et tendent à être statistiquement insignifiants.

En faisant l'acquisition d'une participation importante au capital des entreprises, l'activisme des fonds spéculatifs joue un rôle à la lisière du suivi interne des grands actionnaires et de la discipline externe des « raiders » financiers. Les données empiriques suggèrent que **les interventions des fonds spéculatifs sont bénéfiques à la fois sur les performances comptables et financières de l'entreprise**. Le fait de révéler au public un engagement activiste donne lieu à un accroissement de 7 % de la performance de l'entreprise visée dans la période de 20 jours suivant l'annonce (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Celle-ci est également suivie par une évolution favorable des ratios de distribution (*payout ratios*) et de la rentabilité des actifs (*return on assets*).

Les fonds spéculatifs activistes semblent avoir un impact positif qui s'étend au-delà de la seule entreprise visée. La menace perçue d'une OPA incite les entreprises aux caractéristiques comparables à réduire leurs coûts d'agence et améliorer leurs performances, ce qui entraîne une hausse de leur valorisation (Gantchev, Gredil & Jotikasthira, 2016). Au total, **les fonds plus petits et moins réglementés, à l'image des fonds spéculatifs, qui détiennent d'importantes participations dans des entreprises moins importantes et recourent également à l'effet de levier et à des dérivés pour augmenter leur force de frappe, semblent mieux en mesure d'influencer les conseils d'administration et d'obtenir des performances élevées**.

Globalement, les études récentes avancent que le marché réagit positivement à l'engagement dans l'idée que cette pratique contribue à créer de la valeur pour l'actionnaire. Les notations ESG des entreprises ont tendance à s'améliorer après des initiatives d'engagement, ce qui sous-entend que les actionnaires peuvent influencer la prise de décision au travers d'un dialogue actif. Les études confirment généralement l'idée que les investisseurs activistes peuvent tirer un profit de leur engagement. Certaines méthodes au coût modeste, comme l'exercice du droit de vote, peuvent avoir un effet bénéfique sur la performance. De plus, les travaux portant sur les fonds activistes montrent qu'ils enregistrent une performance relative ou ajustée des risques positive après déduction des coûts (Becht, Franks, Mayer & Rossi, 2008; Iliev & Lowry, 2014).

Conclusion

La supervision est primordiale pour le fonctionnement correct des entreprises modernes. Les actionnaires peuvent éprouver le besoin de contester les politiques sociales et environnementales des entreprises pour les rapprocher de leurs propres objectifs. Les actionnaires doivent particulièrement lutter pour exercer un contrôle sur la prise de décision dans les entreprises dont les coûts d'agence sont élevés (Harris & Raviv, 2010).

Les outils à disposition des actionnaires activistes sont nombreux. Les grands investisseurs qui ont particulièrement intérêt à pratiquer l'engagement actionnarial peuvent envisager des méthodes coûteuses comme la conduite indépendante de recherches sur les votes, le dialogue en coulisse et les OPA. Les petits investisseurs confrontés à d'importants coûts de collecte d'informations peuvent pour leur part recourir à la sortie du capital, aux recommandations de vote et aux propositions d'actionnaires.

Dans l'ensemble, les données empiriques récentes confirment l'idée d'un impact positif de l'engagement actionnarial. L'utilisation concluante des outils à disposition entraîne généralement une hausse des valeurs de marché. D'autre part, la performance comptable et extra-financière des entreprises visées tend à s'améliorer à la suite d'un engagement réussi. Enfin, les preuves empiriques corroborent également la vision selon laquelle l'engagement actionnarial, même s'il engendre parfois des coûts importants, peut être rentable pour ceux qui le pratiquent.

Références

- Admati, A. R. & Pfleiderer, P.** (2009). « The « Wall Street Walk » and shareholder activism: Exit as a form of voice. » *The Review of Financial Studies*, 22 (7), 2645-2685.
- Aggarwal, R., Erel, I., & Starks, L. T.** (2015). « Influence of public opinion on investor voting and proxy advisors. » *Document de travail No. 2447012 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2447012>*.
- Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J.** (2015). « The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market. » *The Journal of Finance*, 70 (5), 2309-2346.
- Anson, M., White, T., & Ho, H.** (2004). « Good corporate governance works: More evidence from CalPERS. » *Journal of Asset Management*, 5 (3), 149-156.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B.** (2016). « Passive investors, not passive owners. » *Journal of Financial Economics*, 121 (1), 111-141.
- Appel, I., Gormley, T. A., & Keim, D. B.** (2017). « Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism. » *Document de travail No. 2846944 disponible sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2846944*
- Ashraf, R., Jayaraman, N., & Ryan, H. E.** (2012). « Do pension-related business ties influence mutual fund proxy voting? Evidence from shareholder proposals on executive compensation. » *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47 (3), 567-588.
- Bach, L., & Metzger, D.** (2014). « Why Do Shareholder Votes Matter? » *Document de travail No. 2247084 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2247084>*.
- Barber, B. M.** (2007). « Monitoring the monitor: evaluating CalPERS' activism. » *The Journal of Investing*, 16 (4), 66-80.
- Barko, T., Cremers, M., & Renneboog, L.** (2017). « Activism on Corporate Social Responsibility. » *Document de travail No. 2977219 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2977219>*.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S.** (2008). « Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. » *The Review of Financial Studies*, 22 (8), 3093-3129.
- Becker, B., & Subramanian, G.** (2013). « Improving director elections. » *Harv. Bus. L. Rev.*, 3, 1.
- Black, B. S.** (1998). « Shareholder activism and corporate governance in the United States. » *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 459-465.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). « Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. » *The Journal of Finance*, 63 (4), 1729-1775.

Ceres, ICCR & US SIF. (2017). « The Business Case for the Current SEC Shareholder Proposal Process. » http://www.ussif.org/files/Public_Policy/Comment_Letters/Business%20Case%20for%2014a-8.pdf

Coffee, J. C. 1991. « Liquidity versus Control: *The Institutional Investor as Corporate Monitor*. » *Columbia Law Review* 91: 1277 – 368.

Cuñat, V., Gine, M., & Guadalupe, M. (2012). « The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value. » *The Journal of Finance*, 67 (5), 1943-1977.

Cziraki, P., Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2010). « Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective. » *European Financial Management*, 16 (5), 738-777.

Davis, G. F., & Kim, E. H. (2005). « Would mutual funds bite the hand that feeds them? Business ties and proxy voting. » *Document de travail No. 667625 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=667625>*.

Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). « The motivation and impact of pension fund activism. » *Journal of financial economics*, 52 (3), 293-340.

Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). « Active ownership. » *The Review of Financial Studies*, 28 (12), 3225-3268.

Duan, Y., & Jiao, Y. (2016). « The role of mutual funds in corporate governance: Evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior. » *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51 (2), 489-513.

Edmans, A. (2009). « Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. » *The Journal of Finance*, 64 (6), 2481-2513.

English, P. C., Smythe, T. I., & McNeil, C. R. (2004). « The « CalPERS effect » revisited. » *Journal of Corporate Finance*, 10 (1), 157-174.

Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2010). « Shareholder activism and CEO pay. » *The Review of Financial Studies*, 24 (2), 535-592.

Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). « Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. » *Journal of Accounting Research*, 51 (5), 951-996.

Ertimur, Y., Ferri, F., & Stubben, S. R. (2010). « Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals. » *Journal of Corporate Finance*, 16 (1), 53-72.

European Securities and Market Authority (2013). « Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry », 19 février 2013.

Ferri, F. (2012). « 'Low-cost' shareholder activism: A review of the evidence. » *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, 192.

Fisch, J. E. (2017). « Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor. » *Document de travail No. 2972838 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2972838>*.

Gantchev, N. (2013). « The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model »/ *Journal of Financial Economics*, 107 (3), 610-631.

Gantchev, N., Gredil, O., & Jotikasthira, C. (2016). « Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism. » *Document de travail No. 2356544 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2356544>*.

Gao Y. (2009). « Bondholder Activism and Delay in Financial Reporting. » *Document de travail No. 1365008 disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1365008>*.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). « The Evolution of Shareholder Activism in the United States. » *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (1), 55-73.

Global Sustainable Investment Alliance. (2015). *Global Sustainable Investment Review (Rapport sur l'investissement durable mondial), 2014. Global Sustainable Investment Alliance*.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. » *The Bell Journal of Economics*, 42-64.

Grundfest, J. A. (1993). « Just vote no: a minimalist strategy for dealing with barbarians inside the gates. » *Stanford Law Review*, 857-937.

Harris, M., & Raviv, A. (2010). « Control of corporate decisions: shareholders vs. management. » *The Review of Financial Studies*, 23 (11), 4115-4147.

Iliev, P., & Lowry, M. (2014). « Are mutual funds active voters? » *The Review of Financial Studies*, 28 (2), 446-485.

Jensen, M. C. (1986). « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. » *The American economic review*, 76 (2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. » *Journal of financial economics*, 3 (4), 305-360.

Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). « Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. » *Journal of Financial Economics*, 42 (3), 365-395.

Larcker, D. F., McCall, A. L., & Ormazabal, G. (2015). « Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms. » *The Journal of Law and Economics*, 58 (1), 173-204.

Li, T. (2013). « Outsourcing corporate governance: « Conflicts of interest and competition in the proxy advisory industry. Document de travail No. 2287196 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2287196>. »

Lipton, M., & Rosenblum, S. A. (1991). « A new system of corporate governance: « The quinquennial election of directors. » *The University of Chicago Law Review*, 58 (1), 187-253.

Malenko, N., & Shen, Y. (2016). « The role of proxy advisory firms: Evidence from a regression-discontinuity design. » *The Review of Financial Studies*, 29 (12), 3394-3427.

Mattison, R., Trevitt, M. & van Ast, L. (2011). « Universal ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors », *Principles for Responsible Investment et UNEP Finance Initiative*.

McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). « Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. » *The Journal of Finance*, 71 (6), 2905-2932.

Morgan, A., Poulsen, A., Wolf, J., & Yang, T. (2011). « Mutual funds as monitors: Evidence from mutual fund voting. » *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), 914-928.

Nesbitt, S. L. (1994). « Long-term rewards from shareholder activism: A study of the « CalPERS effect ». » *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (4), 75-80.

Opler, T. C., & Sokobin, J. S. (1995). « Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors. » Document de travail No. 46880 disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=46880>.

Prevost, A. K., & Rao, R. P. (2000). « Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds. » *The Journal of Business*, 73 (2), 177-204.

Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). « The role of shareholder proposals in corporate governance. » *Journal of Corporate Finance*, 17 (1), 167-188.

Romano, R. (2001). « Less is more: Making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. » *Yale Journal on Regulation*, 18 (2), 174.

Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). « Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? » *Journal of Financial Economics*, 124 (2), 285-306.

Securities Exchange Commission (2004a). « No Action Letter » à Egan-Jones Proxy Services, 27 mai 2004.

Securities Exchange Commission (2004b). « No Action Letter » à Institutional Shareholder Services, 15 septembre 2004.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). « A survey of corporate governance. » *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.

Smith, M. P. (1996). « Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. » *The Journal of Finance*, 51 (1), 227-252.

Solomon, D. H., Soltes, E., & Sosyura, D. (2014). « Winners in the spotlight: Media coverage of fund holdings as a driver of flows. » *Journal of Financial Economics*, 113 (1), 53-72.

Strickland, D., Wiles, K. W., & Zenner, M. (1996). « A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective? » *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 319-338.

Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2007). « Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction. » *Journal of Corporate Finance*, 13 (2), 368-391.

Tirole, J. (2006). « The Theory of Corporate Finance. *Princeton University Press.* » Princeton, NJ.

Waddock, S. (2008). Building a new institutional infrastructure for corporate responsibility. *The Academy of Management Perspectives*, 22(3), 87-108.

Wohlstetter, C. (1993). « Pension fund socialism: Can bureaucrats run the blue chips? » *Harvard Business Review*, 71 (1), 78-78.

Discussion Papers

Pour plus d'informations sur nos publications :
research-center.amundi.com

-
- DP-30-2017** **Activisme actionnarial : pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?**
BEKJAROVSKI FILIP, MARIE BRIÈRE 2018-03
-
- DP-29-2017** **Keep Up The Momentum**
RONCALLI Thierry, 2017-12
-
- DP-28-2017** **Mégatendances et disruptions : Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-12
-
- DP-27-2017** **Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-11
-
- DP-26-2017** **Le défi alimentaire : comment aller vers plus de transparence**
NAVARRE Marie, RENARD Aurélie, TENDEAU Jérôme, 2017-09
-
- DP-25-2017** **The Quest for Diversification
Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity,
Carry and Momentum Risk Premia**
BURGUES Alexandre, KNOCKAERT Edouard, LEZMI Edmond,
MALONGO Hassan, RONCALLI Thierry, SOBOTKA Raphaël, 2017-09
-
- DP-24-2017** **Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG**
NAVARRE Marie, LAMMENS Héloïse, 2017-07
-
- DP-23-2017** **Huile de Palme : le dilemme environnemental**
BLOTIÈRE Elsa, GROUILLET Julien, RENARD Aurélie, 2017-06
-
- DP-22-2017** **Commerce mondial : vers un « new normal » ?**
ITHURBIDE Philippe, 2017-05
-
- DP-21-2017** **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
MIJOT Éric, 2017-02
-
- DP-20-2017** **Droits de l'homme et entreprises : Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
NAVARRE Marie, PEYTHIEU Arnaud, 2017-01

-
- DP-19-2016** **Extraction et exploitation du charbon: vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CROZAT Catherine, 2016-10
-
- DP-18-2016** **L'émergence du Renminbi comme monnaie internationale: où en sommes-nous maintenant ?**
DRUT Bastien, ITHURBIDE Philippe, JI Mo, TAZÉ-BERNARD Éric, 2016-09
-
- DP-17-2016** **Disrupteurs endocriniens dans l'analyse ESG**
NAVARRE Marie, RENARD Aurélie, 2016-09
-
- DP-16-2016** **IORP2: Un nouveau cadre réglementaire pour les pensions**
BOON Ling-Ni, BRIÈRE Marie, 2016-07
-
- DP-15-2016** **Environnement de taux d'intérêt bas/négatif, stagnation séculaire... implications pour la gestion d'actifs**
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-14-2016** **Les marchés Forex: les écrous et boulons du facteur Carry**
LEZMI Edmond, 2016-04
-
- DP-13-2016** **Les marchés financiers aujourd'hui: comment faire face aux taux d'intérêt bas/négatifs**
ITHURBIDE Philippe, 2016-04
-
- DP-12-2015** **Banques centrales: le premier pilier du cycle d'investissement**
MIJOT Éric, 2015-11
-
- DP-11-2015** **Facteurs d'investissement en actions selon l'environnement macroéconomique**
RUSSO Alessandro, 2015-11
-
- DP-10-2015** **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
MIJOT Éric, 2015-05
-
- DP-09-2015** **Réallocation l'épargne à l'investissement: le nouveau rôle des asset managers**
PERRIER Yves, 2015-02
-
- DP-08-2014** **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
De LAGUICHE Sylvie, TAZÉ-BERNARD Éric, 2014-11
-
- DP-07-2014** **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
MIJOT Éric, 2014-10
-
- DP-06-2014** **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS: de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
FACCHINATO Simone, POLA Gianni, 2014-10
-
- DP-05-2014** **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**
BLANCHARD Cécile, De LAGUICHE Sylvie, RUSSO Alessandro, 2014-05

-
- DP-04-2014** **Strategies smart beta: diversification, investissement a faible risque et plus encore**
RUSSO Alessandro, 2014-05
-
- DP-03-2014** **ISR et performance: impact des critères ESG dans les gestions actions et crédit**
BERG Florian, De LAGUICHE Sylvie, LE BERTHE Tegwen,
RUSSO Alessandro, SORANGE Antoine, 2014-03
-
- DP-02-2014** **Actif « sans risque »: quelle rentabilité normative a long terme?**
De LAGUICHE Sylvie, 2014-03
-
- DP-01-2014** **Qui êtes-vous, Madame Yellen?**
ITHURBIDE Philippe, 2014-01

Éditeurs:

Pascal BLANQUÉ

CIO Amundi

Philippe ITHURBIDE

Directeur Recherche

Conception et support

Pia BERGER — *Recherche, Stratégie et Analyse*

Benoit PONCET — *Recherche, Stratégie et Analyse*

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Mars 2018 | Discussion Paper

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable.

Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en page 3 de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management - Amundi AM. Société Anonyme au capital social de 1086262605 euros. Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 04000036. Siège social: 90, boulevard Pasteur - 75015 Paris - France. Adresse postale: 90, boulevard Pasteur CS21564 - 75730 Paris Cedex 15 - France. Tél. +33 (0)1 76 33 30 30

Crédit photo: iStock by Getty Images — [sharply_done](#)

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site :
research-center.amundi.com