

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

TAX



ISR



Discussion Paper | CROSS ASSET Investment Strategy

DP-31-2018

Optimisation fiscale agressive : Quelle approche ESG ?

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

À propos d'Amundi

Amundi est le premier asset manager européen en termes d'actifs sous gestion avec 1400 milliards d'euros d'encours¹ et se classe dans le top 10 mondial².

Amundi offre à plus de 100 millions de clients particuliers, institutionnels et institutionnels d'Europe, d'Asie Pacifique, du Moyen-Orient et du continent américain un vaste éventail d'expertises de marché et une gamme complète de solutions de gestion active, passive et d'investissements réels.

Convaincue que la responsabilité d'un gestionnaire d'actifs dépasse le cadre purement financier et doit intégrer les critères de développement durable, Amundi prend en compte les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans ses analyses et ses décisions d'investissement.

L'analyse ESG d'Amundi s'appuie ainsi sur la couverture de plus de 5000 émetteurs dans le monde et sur une politique d'engagement conçue pour accompagner les entreprises dans leur stratégie de développement durable. Forte de son expertise dans la mise en œuvre de solutions ESG, Amundi soutient activement des initiatives collectives pour la diffusion de pratiques responsables.

Amundi estime qu'aucun sujet ou secteur ne devrait être tabou: les thèmes les plus sensibles doivent être traités. Ainsi, les études thématiques ont vocation à mettre en lumière les secteurs faisant l'objet de controverses et à accompagner les entreprises vers de meilleures pratiques.

¹ Données Amundi au 30 septembre 2017

² Source: IPE « Top 400 asset managers » publié en juin 2017 sur la base des encours sous gestion à décembre 2016

Optimisation fiscale agressive :

Quelle approche ESG ?

JEAN-BAPTISTE
MOREL,
Analyse ESG

Achevé de rédiger le 01/10/2017

Résumé

Entre 100 et 240 milliards d'euros par an. C'est le montant que représenterait pour les États le manque à gagner lié aux pratiques d'optimisation fiscale agressive¹.

Ces pratiques, visant pour les entreprises à échapper à l'impôt en usant et abusant des législations en place, ont prospéré ces dernières années. Elles ont été portées par l'internationalisation des échanges et la dématérialisation croissante de l'économie. Ces pratiques se sont d'autre part complexifiées et industrialisées, aidées en cela par une professionnalisation des sociétés de conseils en optimisation fiscale. Ainsi les entreprises sont aujourd'hui amenées à créer des flux financiers permettant de transférer des bénéfices dans des zones à la fiscalité avantageuse, avec par exemple la création de sociétés détenant les brevets ou les marques, ou à utiliser des asymétries entre les législations locales afin de bénéficier de doubles non-impositions.

Si elles restent généralement légales, l'importance des sommes en jeu rend ces pratiques de plus en plus inacceptables dans un contexte d'austérité. Tant pour les gouvernements que pour les populations. Les pratiques d'optimisation fiscale agressive représentent ainsi un risque pour les investisseurs en cas de modifications de la réglementation fiscale

¹ Note de synthèse « L'imposition des entreprises multinationales érosion de la base d'imposition et transfert de bénéfices (BEPS) » OCDE, octobre 2015, <http://www.oecd.org/fr/ctp/note-de-synthese-beps-2015.pdf>

internationale. C'est d'ailleurs ce qui est en train de se produire à l'échelle européenne avec par exemple la mise en place d'un ensemble de mesures visant à renforcer la transparence fiscale comme l'avènement de l'Assiette Commune Consolidée pour l'Impôt sur les Sociétés (ACCIS) ou la lutte contre les pratiques de rescrits fiscaux abusifs par lesquels les entreprises se voient, de manière dérogatoire, appliquer une fiscalité particulièrement accommodante. De même, la mise en application des conclusions du groupe de travail de l'OCDE dédié à l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices (BEPS) devraient dans un avenir proche impacter les entreprises ayant recours à ces pratiques d'optimisation fiscale agressives. De par sa responsabilité fiduciaire, une société de gestion se doit d'appréhender ce risque dans ces décisions d'investissements.

Mais la prise en compte de ces pratiques relève également d'un questionnement moral. Société de gestion responsable, nous devons nous intéresser à des pratiques qui reviennent à ce que des entreprises profitent des richesses d'un pays sans en payer sa juste part, à détourner des prescriptions légales de participation aux budgets des États et ainsi à remettre à cause le rôle de la puissance publique dans la fixation des impôts dus. Il convient à cet égard de relever que les États les plus impactés par ces pratiques sont les pays émergents car ils ne peuvent pas se retourner vers les impôts sur les revenus des personnes physiques pour rééquilibrer leurs recettes.

Nous avons donc souhaité mettre en place un critère d'analyse spécifique sur cet enjeu. Comme pour les autres critères mis en place pour la mesure de la performance ESG des entreprises, nous nous sommes appuyés sur les notes de nos fournisseurs de données afin de créer un consensus sur les pratiques d'optimisation fiscale agressive. Ce critère couvre plus de 2000 valeurs de notre univers de référence. Si ce critère répond à une logique *best-in-class*, à l'image de l'ensemble des critères ESG utilisés par Amundi, un calcul *best-in-universe* fait ressortir les secteurs des Softwares et l'industrie pharmaceutique comme ayant les moins bonnes pratiques.

Enfin, afin de mettre ce critère en perspective, nous avons développé un modèle interne de mesure de l'exposition au risque fiscal, se basant sur la présence des entreprises dans des pays à risque. Nous avons par ailleurs étudié de manière statistique les controverses médiatiques portant sur le sujet. Si ces approches se heurtent à la qualité des informations disponibles, elles nous ont permis de mettre en place une liste de valeurs qui semblent de prime abord risquées sur lesquelles nous pouvons par la suite avoir une approche qualitative plus fine.

Mots-clefs

Asymétrie fiscale, BEPS, Prix de transfert, Abus de droit, Assiette fiscale, Conventions fiscales, Double irlandais, Évasion fiscale, Fraude, Optimisation fiscale, Paradis fiscal, Rescrits fiscaux, Sandwich hollandais

Table des matières

I. Introduction	p. 7
II. Fraude fiscale et optimisation fiscale	p. 9
III. Techniques d'optimisation fiscale	p. 11
IV. Quelles réactions des régulateurs ?	p. 17
V. Comment se positionne Amundi ?	p. 20
VI. Comment mesurer ce risque ?	p. 23
Liste des Discussion Papers	p. 27

I. Introduction

« Pour l'entretien de la force publique, et pour les dépenses d'administration, une contribution commune est indispensable : elle doit être également répartie entre tous les citoyens, en raison de leurs facultés »

art. 13 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789

« Vouloir payer le plus d'impôts possible, pour certains, c'est peut-être de la sainteté ou de l'héroïsme; on serait plutôt tenté d'y voir un dérangement de l'esprit (ça se soigne) »

Maurice Cozian

« Je suis très fier de la structure que nous avons mise en place. Nous l'avons fait en nous basant sur les incitations que les gouvernements nous ont proposées pour établir nos activités »

Eric Schmidt, Google Inc, 2012

« Le phénomène [de concurrence entre pays] s'est accentué avec la crise. Les États ont préféré garder les entreprises sur leur territoire et augmenter la fiscalité sur les revenus des ménages et la consommation »

John Christensen, directeur du Tax Justice Network

Les entreprises cherchent à gérer au mieux leurs ressources et à maximiser les profits. Cela passe par un développement de leur activité mais également par une maîtrise de leurs coûts, y compris fiscaux. Cette volonté a entraîné la multiplication et la complexification de leurs pratiques visant à se soustraire à l'impôt, au point d'atteindre une ampleur inédite, grâce notamment à l'essor et à l'habileté des cabinets d'avocats spécialisés dans la planification fiscale.

Ainsi, les techniques des entreprises de diminution de leur base fiscale et de transfert de leurs profits représenteraient, selon l'OCDE², un manque à gagner pour les États compris entre 100 et 240 milliards de dollars. Rien que dans l'Union Européenne, le montant soustrait aux budgets des États représenterait entre 50 et 70 milliards d'euros³. Mais les premières victimes de ces pratiques sont toutefois les pays en voie de développement qui ne peuvent souvent pas s'appuyer sur les impôts payés par les ménages et voient se réduire l'apport des sociétés multinationales au financement de leur action publique.

Si elles sont pour la plupart légales, les pratiques de planifications fiscales se situent généralement dans une zone juridique grise. Elles représentent donc

² Note de synthèse « L'imposition des entreprises multinationales ÉROSION DE LA BASE D'IMPOSITION ET TRANSFERT DE BÉNÉFICES (BEPS) » OCDE, octobre 2015, <http://www.oecd.org/fr/ctp/note-de-synthese-beps-2015.pdf>

³ Fiche d'information de la Commission européenne relative au Paquet de mesures contre l'évasion fiscale, janvier 2016 http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-160_fr.htm

un risque pour les entreprises compte tenu des évolutions réglementaires en cours, pouvant remettre en cause leur organisation et entraîner un risque potentiel pour les investisseurs.

De plus, notre rôle d'investisseur responsable ne nous permet pas d'éluder le débat éthique sur ces pratiques qui peuvent mettre en danger des économies et entraîner un transfert de charges publiques des entreprises vers les ménages.

À travers cette étude, nous avons donc souhaité comprendre ce qu'est l'optimisation fiscale (I) et quelles en sont les principales techniques (II). Par ailleurs, il nous est apparu intéressant de comprendre comment le contexte réglementaire évoluait pour lutter, ou non, contre les excès de ces pratiques (III).

La prise en compte de ces éléments nous permettant de nous positionner sur la manière dont nous devons appréhender ce phénomène (IV), nous avons pu proposer un modèle de prise en compte de ces pratiques dans notre analyse ESG (V).

II. Fraude fiscale et optimisation fiscale

Il convient de différencier deux pratiques distinctes mais à la frontière parfois ténue : la fraude fiscale et l'optimisation fiscale.

La **fraude fiscale** est par nature illégale. Il s'agit d'une violation des normes réglementaires et elle doit entraîner une sanction judiciaire ou administrative. Elle peut se définir comme la dissimulation de revenus ou d'éléments de patrimoine en vue de diminuer la fiscalité qui devrait normalement être appliquée. L'un des procédés utilisés est notamment la conservation d'avoirs dans des pays qui ne transmettent pas les informations nécessaires aux pays de résidence fiscale de leurs bénéficiaires finaux.

Une question primordiale pour lutter contre ces fraudes est donc la disponibilité de l'information et la coopération de pays ou territoires aux demandes de communication. Ainsi, ce n'est pas le faible niveau de taxes qui caractérise un paradis fiscal mais l'absence de coopération de ces pays envers les autres administrations fiscales et le refus de transmettre les informations nécessaires à la traque des fraudeurs. Les listes de paradis fiscaux ne sont pas officiellement des listes noires mais bien des listes de juridictions non coopératives.

D'ailleurs, la dénomination arrêtée par le Groupe d'action financière (GAFI) pour parler des pays de la « liste noire » des paradis fiscaux est celle de « pays et territoires non coopératifs (PTNC) ». C'est sur cette question de la fraude fiscale que les banques ont été mises en cause ces dernières années. Des établissements ont ainsi été accusés d'avoir aidé des clients à dissimuler leurs avoirs, le plus souvent grâce à leurs services de banque privée et en s'appuyant sur leur réseau transnational. Cette aide est allée de la simple complicité passive, en fermant les yeux sur des pratiques répréhensibles, à des démarchages actifs de clients dans d'autres pays, afin de leur faire profiter de schémas illégaux d'évasion fiscale (comme ont pu le faire de célèbres banques suisses).

On peut relever que les réglementations opposables aux banques ont été renforcées ces dernières années. On citera notamment le règlement fiscal américain Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) qui a lancé le principe d'échanges automatiques d'informations entre les banques et les administrations fiscales, ce qui doit rendre les opérations de dissimulation plus difficiles.

Enfin, en ce qu'elle est un délit, une opération de fraude fiscale constitue dorénavant une opération de blanchiment. Toutes les obligations de vigilance auxquelles les banques sont soumises concernant le blanchiment s'appliquent ainsi à la question de la fraude fiscale.

Alors que le caractère illégal définit la notion de fraude fiscale, l'optimisation fiscale évolue dans une zone grise, pleine de nuances, allant souvent à la limite de la légalité tout en essayant de s'y maintenir. Ce sont spécifiquement ces pratiques que nous allons traiter dans cette étude.

Il s'agit pour les entreprises, notamment multinationales, d'utiliser les possibilités offertes par les différentes législations pour diminuer l'impôt qu'elles auront à payer, quitte pour cela à revoir leur organisation, créer des filiales, mettre en place des flux, déménager leur siège social... Le sujet pour les entreprises n'est plus de simplement bénéficier de mesures fiscales visant à encourager des investissements ou des pratiques (les fameuses « niches » fiscales) mais bien de planifier l'ensemble de leur situation fiscale pour optimiser leur fiscalité. Et plus ces opérations seront complexes et éloignées de la réalité économique des entreprises, plus cette optimisation ou cette planification seront qualifiées d'agressives.

Or, il convient de garder à l'esprit la notion juridique de l'abus de droit par laquelle une administration fiscale peut écarter un montage qui ne s'expliquerait que par la volonté de contourner la règle fiscale qui serait normalement applicable. C'est ce que retient la réglementation fiscale française par exemple (article L64 du livre de procédure fiscale⁴). Cette simple notion montre toute la précarité que peuvent avoir des montages complexes. Leur légalité étant parfois bancal, ils représentent alors un risque pour les entreprises qui y auraient recours.

⁴ « Afin d'en restituer le véritable caractère, l'administration est en droit d'écarter, comme ne lui étant pas opposables, les actes constitutifs d'un abus de droit, soit que ces actes ont un caractère fictif, soit que, recherchant le bénéfice d'une application littérale des textes ou de décisions à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs, ils n'ont pu être inspirés par aucun autre motif que celui d'éluider ou d'atténuer les charges fiscales que l'intéressé, si ces actes n'avaient pas été passés ou réalisés, aurait normalement supportées eu égard à sa situation ou à ses activités réelles. »

III. Techniques d'optimisation fiscale

Les techniques d'optimisation fiscale sont par nature multiples. Comme nous venons de le voir, il s'agit généralement de mettre en place des flux financiers afin d'utiliser les différences de traitement permises par les conventions fiscales signées entre les pays. Alors que ces conventions ont pour but originel d'éviter une double taxation, elles seront alors utilisées pour permettre une double non-taxation.

Ces mécanismes reposent ainsi généralement autour des vecteurs suivants :

- L'utilisation de prix de transfert sans réalités économiques ou la domiciliation choisie de propriété intellectuelle dans des pays faiblement taxés,
- La mise en place de prêts intragroupes à des taux élevés afin de transférer du résultat,
- L'utilisation d'asymétries fiscales permettant une double non-imposition,
- L'utilisation d'opérations hybrides (opérations qui ont des qualifications différentes selon la législation des pays),
- L'utilisation abusive de rescrits fiscaux (*tax ruling*).

Nous allons ici tenter d'illustrer ces montages complexes au travers de cas réels, tels qu'ils ont été utilisés par des multinationales.

Les prix de transfert et boîtes à brevets ou « patent box »

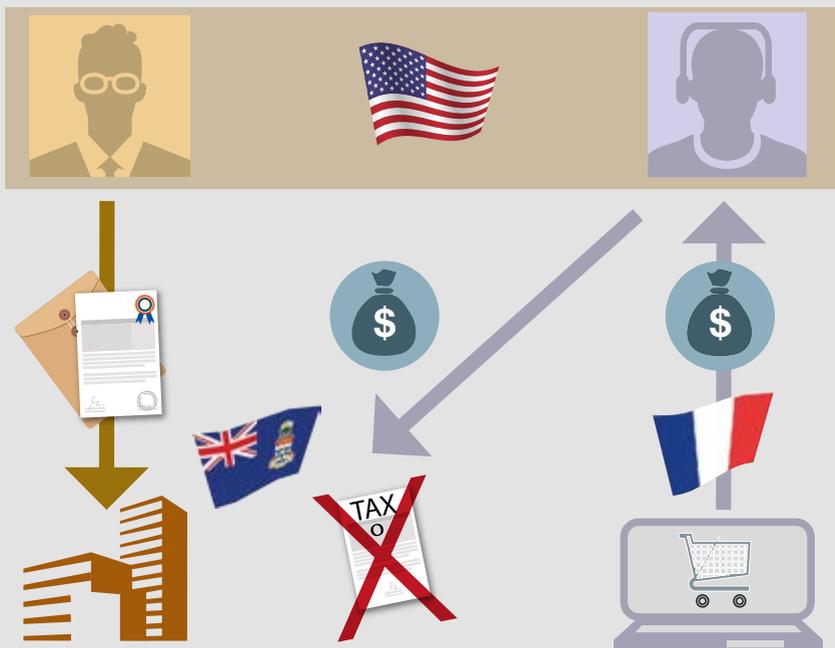
L'économie telle que nous la connaissons aujourd'hui se caractérise par une dématérialisation accrue. Le prix des biens ou services est souvent moins lié au coût de fabrication ou aux matériaux utilisés qu'aux éléments de recherche et développement qui ont permis leur création ainsi qu'à la valeur de leur marque. Une stratégie d'optimisation fiscale consiste alors à faire domicilier ces éléments de propriété intellectuelle dans des pays à faible fiscalité. Ainsi, les filiales d'un groupe réalisant une activité commerciale importante, devront payer des redevances élevées au détenteur des brevets ou de la marque, ne pourront donc pas dégager de profits et paieront peu ou pas de taxes dans les pays où la production des biens ou l'activité commerciale sont réalisées.

La question des prix de transfert a notamment été illustrée par le cas d'une importante société multinationale du secteur des biens de soins à la personne qui avait déménagé son siège social en Suisse. Ses produits étaient fabriqués en France et revendus à la maison mère suisse sans que des marges normales pour le secteur ne soient réalisées. C'était alors la société mère qui vendait les produits et réalisait la marge. De même, les équipes commerciales françaises dégageaient un profit limité de 2,5 % alors que les marges du secteur sont normalement 20 fois plus importantes. L'ensemble de la chaîne de production et de commercialisation étant

resté en France, des flux virtuels étaient mis en place pour faire remonter l'ensemble des profits à la maison mère helvétique où la taxation sur les bénéfices des entreprises est plus basse qu'en France. Bien que le manque à gagner pour l'État français se comptait en dizaines de millions d'euros, il a été impossible pour l'administration fiscale de remettre en cause le montage en tant que tel. En revanche, le niveau des marges réalisées par les usines ainsi que par les équipes commerciales a pu être remis en cause, entraînant un rattrapage fiscal ainsi qu'un nouveau calcul de la participation à laquelle les salariés français avaient droit.

Utilisation de « patent box »

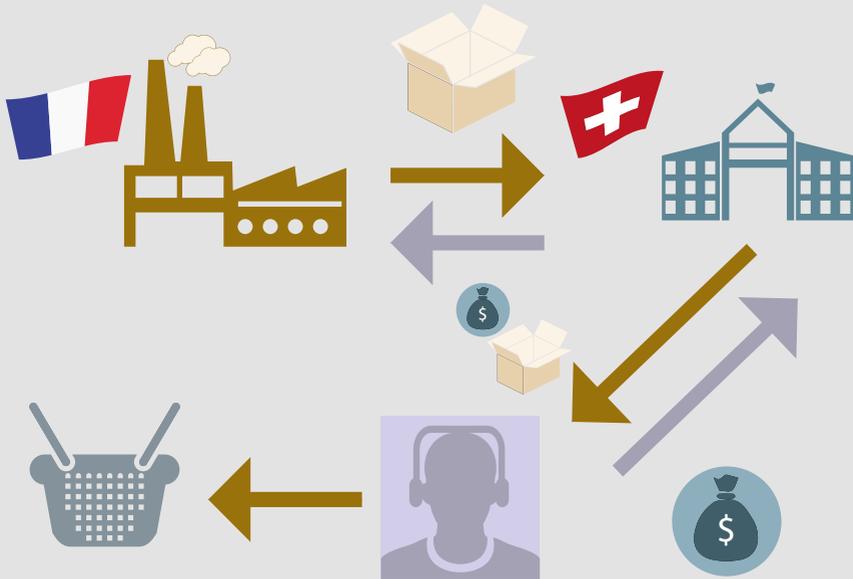
Dans cet exemple, la société américaine a cédé la propriété de ses brevets à une de ses filiales, domiciliée aux Bermudes. La société doit alors reverser une part significative des revenus de son activité à cette filiale en guise de *royalties*. Ses revenus sont ainsi déplacés dans un pays à faible fiscalité.



Si ce cas illustre la mise en place d'une planification fiscale par une société de « l'ancienne économie », ces possibilités sont multiples lorsque le produit vendu est un service internet. Les entreprises localisent alors leurs brevets dans des juridictions à faible fiscalité, alors même qu'aucune action de recherche ou développement n'y a été réalisée.

Utilisation de prix de transfert

Après son transfert en Suisse, le siège de la société achète à prix coûtant les biens à son usine en France. La structure française commercialisant les produits les achète à son tour, beaucoup plus cher et les revend avec une faible marge. Cette marge est ainsi transférée en Suisse.



Le choix de la localisation dépend ainsi uniquement de critères fiscaux et de l'état des conventions fiscales passées par ces juridictions. On parle alors de « Treaty Shopping ». Il est à noter, s'agissant des sociétés américaines, que les États-Unis taxent normalement les flux financiers remontant de leurs filiales à hauteur de 35 %. Ces entreprises, grâce notamment à la création de filiales dont le seul but est la détention de brevets, dans des pays à faible fiscalité, vont ainsi accumuler des sommes astronomiques sans pouvoir les faire remonter aux États-Unis et les distribuer à leurs actionnaires. Elles vont en fait attendre que le pouvoir politique décide de « Tax Holiday », possibilité temporaire offerte de rapatrier des sommes dormant à l'étranger sans que la fiscalité normale ne soit appliquée.

L'utilisation d'asymétries fiscales permettant une double non-imposition

« Vérité en deçà des Pyrénées, erreur au-delà ». La fiscalité relevant principalement de la compétence nationale, les pays signent des conventions avec d'autres pays permettant d'éviter des doubles taxations. Les états sont

également libres d'interpréter la nature juridique d'opérations ou le traitement fiscal devant être appliqué à un instrument financier.

Des entreprises peuvent ainsi utiliser des asymétries afin d'être gagnantes dans chaque juridiction : une redevance payée par une filiale diminue son résultat mais sa maison mère néerlandaise ne sera pas non plus fiscalisée si cette redevance repart dans un autre pays. Il s'agit de la technique du « sandwich hollandais » utilisé notamment par des géants d'internet. De même, des titres peuvent être soumis à des régimes fiscaux différents selon les pays : titres de dettes dans un pays se transformant en titres de participation dans l'autre, intérêts devenant des dividendes... Les entreprises vont ainsi planifier leur organisation, leur dette etc. pour pouvoir bénéficier de ces asymétries. En France, elles vont ainsi s'organiser afin que leur implantation ne soit pas considérée comme un établissement stable qui entraînerait une imposition. Les traités qui doivent normalement éviter une double imposition injuste vont alors entraîner une double non-imposition tout aussi critiquable.

La notion d'établissement stable

L'expression « **établissement stable** » désigne généralement une installation fixe d'affaires ayant une activité propre en France ou un agent dépendant en France disposant du pouvoir d'engager la société.

Cette notion d'établissement stable est essentielle pour apprécier si des activités industrielles ou commerciales exercées dans un état ou territoire autre que celui de la résidence de la personne morale concernée sont imposables au lieu de la résidence ou, au contraire, au lieu d'exercice de ces activités.

En matière d'impôt sur les sociétés, le droit interne retient la notion « d'entreprise exploitée en France ». L'exercice habituel d'une activité est caractérisé par trois critères non cumulatifs :

- L'exploitation d'un établissement en France ;
- La réalisation en France d'opérations par l'intermédiaire d'un représentant dépendant ;
- La réalisation d'opérations formant un cycle commercial complet.

En matière de TVA, la notion d'établissement stable ne vaut que pour les prestations de services et présente les caractéristiques suivantes :

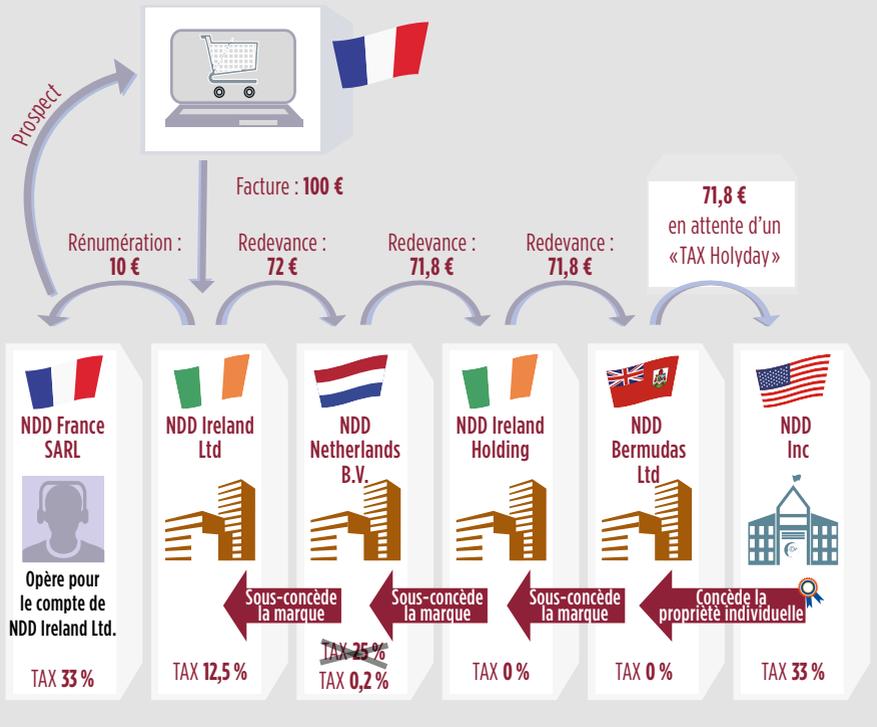
- Degré suffisant de permanence ;
- Capacité de la structure au plan humain et technique à rendre possible, selon le cas, la fourniture ou l'utilisation d'un service

Source <https://www.impots.gouv.fr/portail/etablissement-stable-en-france>

Sandwich hollandais et double irlandais : structure fiscale

La structure fiscale décrite ici utilisait la technique du « sandwich hollandais » permettant de ne pas fiscaliser des bénéfices rapatriés s'ils repartent dans un pays avec lequel il existe un accord bilatéral. Est également utilisée la technique dite du « double irlandais » : lorsque des revenus sont perçus par une société irlandaise mais ont vocation à être transférés dans une filiale domiciliée en dehors de l'Irlande, ils ne sont pas fiscalisés.

Dans cette structure, la plus grande partie des revenus tirés de la vente de services à un client français est cumulée dans une filiale située aux Bermudes, sans fiscalité, dans l'attente d'un rapatriement aux États-Unis.



L'utilisation abusive de rescrits fiscaux

La fiscalité pouvant revêtir une particulière complexité, il est parfois utile, voire salutaire, de se faire confirmer par l'administration fiscale l'interprétation d'une norme ou la rectitude de l'application de dispositions à un montage fiscal. C'est tout le sens du rescrit fiscal (ou « tax ruling » en anglais) qui permet ainsi une certaine sécurité juridique par la confirmation, ensuite opposable, du traitement fiscal appliqué à une situation donnée.

Cet outil a toutefois été détourné pour devenir une véritable machine à exemptions fiscales, les sociétés négociant ainsi bilatéralement les taxes exigées avec les administrations, si elles s'implantent dans le pays. Les différentes juridictions se livrent alors à une guerre commerciale en tentant d'attirer des sociétés multinationales contre une fiscalité limitée, cette frugalité fiscale ne valant que pour elles et non pour les autres sociétés implantées dans le pays. C'est cette utilisation abusive qui a été en cause dans l'affaire LuxLeaks : selon ces révélations, les autorités fiscales du Luxembourg auraient signé des accords dérogatoires avec plus de 340 multinationales afin d'attirer leurs implantations dans le Grand-Duché.

IV. Quelles réactions des régulateurs ?

Les limites de la réaction des États

Les sommes en jeu étant conséquentes, les États généralement endettés et la croissance économique limitée, les gouvernements sont bien évidemment tentés de réagir à ces abus en limitant les utilisations indésirables des réglementations en place. Parce que la compétence fiscale est par défaut réservée aux États, ces derniers peuvent apparaître les mieux placés dans cette lutte.

Ces réactions se trouvent en réalité limitées par deux raisons. La première tient à l'asymétrie entre les cadres réglementaires et le fonctionnement de l'économie actuelle. Les réglementations nationales comme la compétence des administrations fiscales et des tribunaux sont par définition nationales alors que les acteurs auxquels ces administrations font face sont de plus en plus multinationaux et que le rattachement à un ou plusieurs pays de ces sociétés apparaît de plus en plus ténu. Les administrations sont donc incapables de prendre des mesures pertinentes pour limiter les effets pervers des réglementations, l'optimisation étant souvent le fait de l'utilisation de plusieurs réglementations nationales. À cela s'ajoute la question de la rapidité d'exécution : face à une organisation publique devant respecter un processus démocratique parfois long, les entreprises quelles que soient leurs tailles, font preuve d'une grande agilité de réaction dans leur organisation fiscale. Enfin, dans ce jeu du chat et de la souris, les moyens à disposition des différents acteurs apparaissent disproportionnés, à la faveur des entreprises.

La seconde limitation dans l'action des États à lutter contre l'optimisation fiscale agressive n'est pas d'ordre technique mais politique ou tactique. Nous l'avons évoqué précédemment, les pays se livrent entre eux une rude concurrence pour attirer les entreprises. À défaut de payer des impôts substantiels, ces sociétés généreront une activité économique, des emplois directs et indirects et *in fine* des rentrées fiscales. Les premiers ennemis des États dans la lutte contre l'optimisation fiscale sont donc les États eux-mêmes qui, comme le soulignait John Christensen, directeur du Tax Justice Network, « ont préféré garder les entreprises sur leur territoire et augmenter la fiscalité sur les revenus des ménages et la consommation ».

Toutefois, des États ont pu être amenés avec plus ou moins de succès à prendre des mesures de lutte contre l'optimisation fiscale agressive. On peut citer le reporting par pays prévu par la loi Sapin 2 en France, qui obligeait les entreprises françaises à publier une ventilation de leurs activités et de leurs impôts payés, pays par pays. Cette obligation a toutefois été sanctionnée par le Conseil constitutionnel qui a relevé une atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre.

La libre concurrence mise en avant par les autorités européennes

Si la réglementation fiscale relève généralement d'une compétence nationale, l'Union européenne a voix au chapitre quant à la question de l'optimisation fiscale agressive des entreprises.

Le rôle de la Commission européenne est en effet de renforcer le marché unique, ce qui peut se caractériser par des travaux visant à uniformiser le traitement des opérations transfrontalières au sein de l'Union. La Commission européenne a ainsi décidé en 2015 de relancer ses travaux pour la création d'une assiette fiscale commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS), initialement lancée en 2011. Cette démarche vise à établir une base de taxation unique pour un groupe qui aurait des activités au sein de différents États membres de l'Union. Une clef de répartition permettrait de répartir les revenus par pays, selon les activités de l'entreprise, afin que soit ensuite appliqué le taux d'imposition fixé et reversé à chaque pays. La répartition entre les pays serait ainsi décidée selon trois éléments : le capital, le travail et les ventes réalisées.

La Commission européenne travaille également à assurer qu'une juste contribution est payée par les différents acteurs économiques. Les pays restent libres de la mise en place de taux d'imposition pour les entreprises mais l'utilisation abusive du rescrit fiscal peut entraîner une inégalité des entreprises face à l'impôt et ainsi être considérée par les instances européennes comme une barrière à la libre concurrence. C'est sur la base de cette analyse que la Commission a été amenée à demander à l'Irlande le recouvrement de plusieurs milliards d'euros d'impôts auprès d'un géant de l'informatique, le taux effectivement appliqué étant interprété comme une aide déguisée. Les États de l'Union ont par ailleurs trouvé un accord sur l'échange automatique d'informations relatives aux « rulings » fiscaux, afin d'éviter une utilisation abusive des rescrits.

Le projet BEPS, véritable arme anti-optimisation fiscale ?

Les pratiques d'optimisation fiscale agressive se nourrissant des asymétries et concurrences entre États, le niveau le plus pertinent pour lutter contre le phénomène est une coordination internationale.

C'est ce qu'ont entrepris l'OCDE et le G20 à travers le projet BEPS (pour « Base Erosion and Profit Shifting »). Lancé en 2013, plus de 60 pays ont participé de manière active aux groupes techniques mis en place dans le cadre de ce projet. Différentes organisations fiscales régionales ont également pris part aux travaux.

Ce travail coordonné a débouché sur un ensemble de rapports approuvés par l'ensemble des pays participants. In fine, 15 actions ont été décidées et doivent permettre de limiter drastiquement les possibilités d'optimisation

fiscale agressive (ou de « planification fiscale agressive » comme cela est dénommé dans l'exposé des actions du projet BEPS). Ces actions qui sont aussi techniques que pragmatiques, portent ainsi sur la neutralisation des effets des dispositifs hybrides, la limitation de la prise en compte des intérêts intragroupe ou l'impossibilité de domicilier des brevets dans une structure qui ne disposerait pas réellement d'un centre de recherche et développement. Le but est de permettre aux États de disposer d'une véritable boîte à outils dans la lutte contre la planification fiscale agressive et de développer une plateforme de collaboration fiscale: le « Cadre inclusif sur le BEPS » qui accueille actuellement une centaine États.

L'actualisation des conventions fiscales bilatérales pour intégrer ces nouveautés peut être longue. En réaction, une des actions a été la création d'un outil multilatéral permettant la modification, par l'activation de cet outil, d'un grand nombre de conventions. La première signature de cet instrument multilatéral est intervenue dans le cadre d'une cérémonie le 7 juin 2017.

V. Comment se positionne Amundi ?

Appréhender les risques financiers liés à ces pratiques, sous toutes leurs formes

Les pratiques d'optimisation fiscale agressive ne sont pas sans conséquences et entraînent des réactions diverses qui peuvent représenter un risque financier pour les entreprises. Notre responsabilité fiduciaire d'investisseur nous oblige à intégrer ces risques.

Une première conséquence de ces pratiques concerne la réaction des consommateurs : comme nous l'avons souligné, les impôts qui ne sont pas payés par les entreprises sont en quelque sorte transférés aux ménages. Les consommateurs pourraient se sentir trahis par ces entreprises qui n'apparaissent plus citoyennes. Ce risque d'image peut trouver son paroxysme sous des formes de boycott des produits. C'est en l'espèce ce qu'il s'est passé au Royaume-Uni avec le boycott de la chaîne de restauration Starbucks en 2012 qui a poussé la marque à revoir ses pratiques fiscales. Il convient néanmoins de minimiser le poids de ces campagnes de boycott dont la réussite reste exceptionnelle. La plupart des grandes sociétés de l'internet qui vivent notamment grâce au poids de leur marque, utilisent souvent avec peu de retenue, les schémas d'optimisation fiscale agressive sans écorner réellement leur image.

Le véritable risque de réputation est ainsi peut-être plus grave s'agissant de la **communauté financière et des services fiscaux**. La multiplication des enquêtes, rapports, redressements ou litiges fiscaux peut ainsi inquiéter les investisseurs potentiels et impacter la valeur des entreprises. De même les pratiques des services fiscaux tendent à se durcir. L'administration fiscale indienne a ainsi saisi des actifs d'une entreprise internationale du secteur du « hardware » dans le cadre d'un litige fiscal, alors même que cette entreprise était en cours de cession. L'acheteur ne pouvait ainsi pas avoir accès aux usines et autres immeubles appartenant à la société qu'elle venait d'acheter. Ces pratiques nuisent ainsi à la réputation des entreprises et peuvent remettre en cause des opérations de rachat.

La réputation des entreprises modifie enfin le regard que vont porter les administrations fiscales dans leur surveillance. Les litiges advenus dans une juridiction vont alerter les services fiscaux d'une autre juridiction qui seront plus rigoureux dans leur contrôle et l'on peut assister à un effet boule de neige.

Le premier risque financier à court terme pour les entreprises est toutefois le **risque de redressement**. Nous avons vu que les pratiques d'optimisation se trouvent à la frontière de la légalité et que les administrations fiscales ainsi que les autorités européennes disposent d'outils pour remettre en cause les planifications fiscales des entreprises. L'exemple de la décision de

la Commission européenne de demander en 2016 à l'Irlande de taxer Apple à un taux qu'elle juge normal compte tenu de la fiscalité du pays en est l'exemple le plus frappant. La somme que devrait alors payer la société étant de 13 milliards d'euros.

À moyen terme, on peut s'inquiéter des risques liés à des **modifications radicales des réglementations fiscales**. Le cas de la fusion abandonnée entre Pfizer et Allergan, courant 2016, a de ce point de vue été spectaculaire. Alors que l'opération devait créer un géant du secteur pharmaceutique avec le rachat d'Allergan par Pfizer pour 150 milliards d'euros, la remise en cause par l'administration américaine du traitement fiscal en cas de domiciliation de l'ensemble en Irlande (pays de la cible) a modifié l'économie du projet avec pour conséquence son abandon. Mais l'évolution qui devrait avoir les répercussions les plus importantes pour les sociétés ayant recours à l'optimisation fiscale de manière agressive est celle née de la coopération internationale à travers le projet BEPS. Comme nous l'avons vu précédemment, ce projet doit profondément modifier les possibilités d'optimisation fiscale. On peut alors se demander quelle serait la rentabilité réelle de sociétés qui utilisent aujourd'hui un ensemble de techniques d'optimisation et qui ne pourraient plus demain transférer leurs résultats dans le pays de leur souhait (suivant la fiscalité qui est pratiquée) et indépendamment de la réalité économique de leur activité.

Il convient toutefois de relativiser l'impact potentiel de ces évolutions. Car d'une part, les mesures découlant du projet BEPS ne sont pas pour l'heure effectives (et l'on sait à quel point les processus d'adoption de réglementations peuvent être sinueux et semés d'embûches). Et parce que d'autre part, on peut toujours compter sur l'inventivité fiscale des entreprises et des cabinets d'avocats fiscalistes qui les assistent. L'efficacité des mesures prises suite au projet BEPS ne pourra donc être mesurée que lorsqu'elles se confronteront aux pratiques réelles des entreprises... et à leurs réactions.

Doit-on avoir un positionnement moral ?

L'analyse ESG que nous menons repose sur l'idée que les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance ont, à terme, une matérialité financière et ont donc une influence sur la performance des entreprises dans lesquelles nous pouvons être amenés à investir pour le compte de nos clients. Ce serait ainsi uniquement notre responsabilité fiduciaire qui nous pousserait à intégrer ces enjeux.

De prime abord, un positionnement purement moral pourrait nous sembler difficile, les planifications fiscales agressives des entreprises étant globalement calibrées pour rester dans le territoire de la légalité. Ainsi, même si les excès les font parfois franchir les limites de la légalité, nous pourrions envisager de ne pas condamner l'optimisation fiscale agressive en tant que telle, ni même de l'intégrer de manière négative dans notre analyse.

Une réflexion plus poussée nous montre toutefois que nous ne pouvons faire l'économie d'une telle approche.

D'une part, c'est une interrogation légitime de certains de nos clients. Tout comme plusieurs d'entre eux souhaitent exclure de leurs portefeuilles les industries du tabac, de l'alcool, des armes ou de la fourrure (qui sont toutes parfaitement légales), d'autres clients parmi lesquelles d'importants fonds de pension souhaitent intégrer la question de l'optimisation fiscale agressive dans la notation ESG. Nous devons donc leur proposer une approche permettant de mesurer la performance des entreprises sur cet enjeu. De même, lorsque nous étudions les controverses graves auxquelles peuvent faire face les entreprises, nous ne pouvons négliger l'étendue complète des conséquences et considérer que lorsqu'une amende (parfois symbolique) est payée, ou une marée noire nettoyée, la controverse est terminée. Notre approche se doit d'aller au-delà de la simple mesure financière du risque extra-financier. Certaines externalités (économiques, géopolitiques, climatiques) ne sont pas encore aujourd'hui capturées par les indicateurs financiers, il serait néanmoins coupable de les ignorer.

D'autre part, nous devons nous interroger sur notre rôle d'investisseur et notre volonté d'être un investisseur responsable. Si l'impôt est normalement obligatoire, il est avant tout nécessaire. C'est le sens en France de l'article 13 de la Déclaration des droits de l'Homme et du Citoyen de 1789⁵. Il n'appartient pas aux individus ou aux entreprises de décider du montant, de l'assiette ou de l'endroit où ils doivent payer l'impôt. Il s'agit là d'une compétence législative. Remettre en cause ces principes, (via des pratiques relevant d'un abus de droit ou d'une utilisation systématique d'asymétries des normes entraînant une quasi-annulation des impôts payés) revient ainsi à remettre en cause le rôle de la puissance publique. Enfin, on peut arguer que les sociétés bénéficient indirectement des dépenses de l'administration : il leur est plus aisé de vendre à leurs clients le superflu lorsque le nécessaire (la sécurité, l'éducation, la santé...) est assuré. Sans dépenses publiques, les entreprises ne bénéficieraient pas d'un contexte social et économique permettant leur développement. Se soustraire de manière systématique à l'impôt et refuser d'en prendre sa juste part revient ainsi pour les entreprises à ne pas participer à l'émergence ou au maintien des conditions de leur propre développement. Une contradiction d'autant plus insupportable pour les pratiques d'optimisation agressives des multinationales dans les pays en développement.

En ce sens, les entreprises ayant des pratiques systématiquement agressives d'un point de vue fiscal ne peuvent être qualifiées de responsables et il nous revient, de prendre en compte non seulement le risque financier mais également d'intégrer l'enjeu moral de cette question dans notre analyse ESG.

⁵ « Pour l'entretien de la force publique, et pour les dépenses d'administration, une contribution commune est indispensable: elle doit être également répartie entre tous les citoyens, en raison de leurs facultés »

VI. Comment mesurer ce risque ?

Modèle reposant sur nos providers

Afin de mesurer la performance des entreprises sur l'enjeu de l'optimisation fiscale agressive, nous avons décidé de créer un critère ESG dédié qui viendra compléter les critères déjà existants. Pour mémoire, l'analyse ESG réalisée par Amundi repose sur l'utilisation d'un jeu de 36 critères pondérés différemment en fonction de leur importance dans les différents secteurs. Les scores attribués sur chacun de ces critères s'appuient notamment sur l'expertise de fournisseurs de données extra-financières externes afin d'obtenir plusieurs points d'analyse sur la même entreprise et sur le même critère.

Concernant la question de l'optimisation fiscale agressive, ces fournisseurs proposent des données mesurant notamment la transparence des entreprises sur ces enjeux, l'écart estimé entre les taxes effectivement payées et ce qui devrait l'être compte tenu des implantations, les controverses liées aux pratiques en matière fiscale.

Ainsi, ce nouveau critère permet de noter plus de 2000 sociétés selon une approche sectorielle *best-in-class*. Il pourra ainsi rentrer dans le calcul des performances ESG des entreprises selon la sensibilité de ces enjeux pour chaque secteur.

Il nous est également apparu intéressant d'effectuer un calcul de ce critère sans prendre en compte le secteur d'activité des entreprises, de manière à faire ressortir les écarts entre les performances des différents secteurs. Il ressort de ce calcul *best-in-universe* que les secteurs des Logiciels et services, du Matériel et équipement informatique et de l'industrie pharmaceutique ont les plus mauvaises pratiques. Ce résultat s'explique notamment par le fait que ces secteurs reposent sur une propriété intellectuelle importante (brevets, actifs dématérialisés) dont le transfert d'une juridiction à une autre est aisée, facilitant les pratiques d'optimisation fiscale.

Modèle interne

Nous avons dans un second temps souhaité affiner ce critère à l'aide d'un modèle interne prenant en compte l'exposition des sociétés à l'optimisation fiscale agressive et non plus les éléments de bonne ou de mauvaise gestion tels que proposés dans notre nouveau critère de calcul.

Une telle analyse d'exposition se heurte immédiatement à la question de la qualité comme de la disponibilité des données. Nous avons ainsi arrêté deux approches. La première consiste à analyser le bruit médiatique autour des questions d'optimisation fiscale agressive. La seconde utilise l'exposition aux paradis fiscaux d'une entreprise comme indicateur de risque.

Concernant le bruit médiatique, sur la base de données de notre fournisseur RepRisk, nous avons assemblé une base de données de 800 articles de

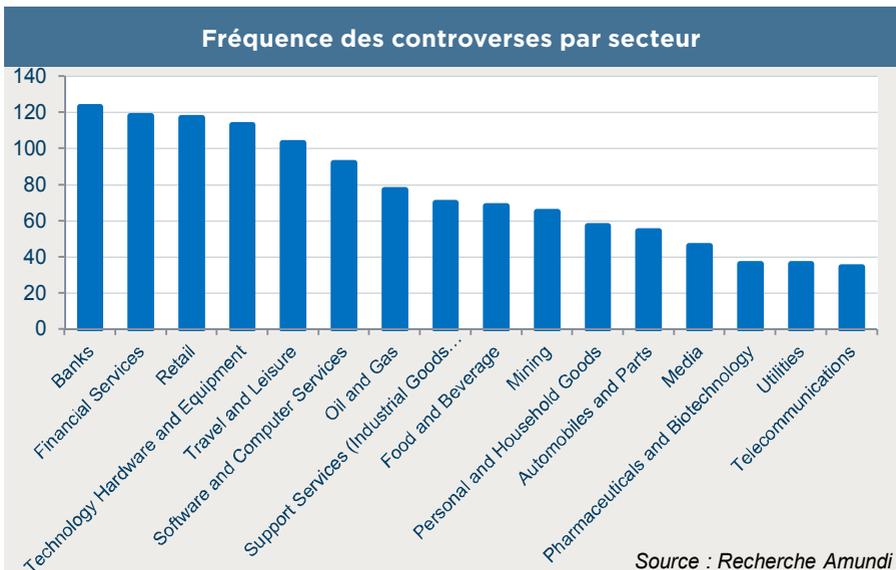
journaux publiés entre 2012 et 2017 ayant trait à des controverses relatives à la thématique de l'optimisation fiscale.

L'analyse statistique des métadonnées associées à ces articles permet de dresser une liste des entreprises les plus controversées sur cette thématique.

On observe dans un premier temps que le « bruit médiatique » lié à cette question a grandement augmenté ces dernières années, validant l'idée que le sujet devient d'actualité.



Par ailleurs, les données de notre fournisseur nous permettent de mesurer l'exposition par secteur, suivante :



Au-delà du bruit médiatique, nous souhaitons également évaluer l'exposition des entreprises au regard de leur présence dans les paradis fiscaux. En l'absence d'un consensus sur une liste de paradis fiscaux, nous avons fait le choix d'utiliser 3 listes d'origines diverses parmi celles existantes :

- La liste dite « Moscovici » : il s'agit d'une liste noire établie en 2015 par la Commission européenne. Ont été compilées 18 listes européennes de pays et territoires non coopératifs pour la réduire ensuite à 30 pays⁶.
- La liste utilisée par Oekom, un de nos fournisseurs de données extra-financières : cette liste compte 60 pays ou territoires.
- La liste établie par le Tax Justice Network en 2009 qui comprend une soixantaine de pays ou territoires. Cette liste a notamment été utilisée dans le cadre du rapport « Sur la piste des banques françaises dans les paradis fiscaux »⁷.

Si le nombre de pays ou territoires systématiquement retenus comme des paradis fiscaux sont importants (27), plus encore sont les pays ne figurant que dans une seule liste (30), ce qui illustre l'absence de consensus sur la question des paradis fiscaux.

Nous avons croisé ces listes avec la ventilation géographique du chiffre d'affaires des entreprises pour estimer la part d'activité réalisée dans les paradis fiscaux (faute de données disponibles plus précises). Nous avons éliminé un certain nombre de faux positifs (entreprises ayant « réellement » son siège en Suisse ou à Singapour) en introduisant un indicateur de concentration du mix géographique, pour produire une liste d'entreprises surreprésentées dans les paradis fiscaux.

Cette liste a pour but non pas d'exclure automatiquement des émetteurs, mais de suggérer aux analystes ESG une liste de valeurs à vérifier qualitativement. Dans la plupart des cas, cette surexposition trouve rapidement une explication logique. Parfois, elle permet de mettre à jour des controverses locales qui ne seraient pas nécessairement apparues sur nos écrans radars.

⁶ http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/06/18/la-liste-moscovici-des-paradis-fiscaux-fait-grincer-des-dents_4657400_3234.html

⁷ CCFD-Terre Solidaire, OXFAM France, Secours Catholique – Caritas France, en partenariat avec la Plateforme Paradis Fiscaux et Judiciaires

Liste des Discussion Papers

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

-
- DP-31-2018 Optimisation fiscale agressive: Quelle approche ESG?**
MOREL Jean-Baptiste, 2018-01
-
- 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, 2017-11
-
- 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 (plus disponible)
-
- 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** **Réallouer 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

Chaque investisseur doit déterminer si les risques propres à un investissement sont compatibles avec son objectif d'investissement et doivent assurer qu'ils comprennent parfaitement le contenu de ce document. Un conseiller professionnel doit être consulté pour déterminer si un investissement est approprié. La valeur ainsi que les revenus d'un investissement peuvent varier tant à la hausse qu'à la baisse. Les performances passées ne sont pas une garantie ou un indicateur fiable de la performance actuelle ou future. Ce document ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation de vente dans tout pays où elle pourrait être considérée comme illégale, et ne constitue pas une publicité ou un conseil d'investissement.

Ce document n'a pas été rédigé en conformité avec les exigences réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière ou de la recherche en investissement. Amundi n'est donc pas liée par l'interdiction de conclure des transactions sur les instruments financiers éventuellement mentionnés dans le présent document. Les projections, évaluations et analyses statistiques présentes sont fournies pour aider le bénéficiaire à l'évaluation des problématiques décrites aux présentes. Ces projections, évaluations et analyses peuvent être fondées sur des évaluations et des hypothèses subjectives et peuvent utiliser une méthode parmi d'autres méthodes qui produisent des résultats différents. En conséquence, de telles projections, évaluations et analyses statistiques ne doivent pas être ni considérées comme des faits ni comme une prédiction précise d'événements futurs.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes au 01/10/2017. Les données, opinions et estimations peuvent être modifiées sans préavis.

Ce document est uniquement destiné à l'attention des investisseurs institutionnels et distributeurs, professionnels, qualifiés ou sophistiqués. Il ne doit pas être distribué au grand public, aux clients privés ou à des investisseurs non professionnels dans quelque juridiction que ce soit, ni aux « US Persons ».

En outre, tout investisseur doit, dans l'Union Européenne, être un investisseur « Professionnel » au sens de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers (« MIT ») ou, 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 du 23 juin 2006 (LAC) sur les placements collectifs de capitaux, l'ordonnance du 22 novembre 2006 (CISEAU) et la circulaire FILMA 2013 sur la distribution de placements collectifs de capitaux. En aucun cas, ce document ne peut être distribué 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 sont pas conformes à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la loi et de la réglementation applicable.

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.

Document rédigé par l'Équipe Expertise Analyse ISR et émis par Amundi Asset Management, Société anonyme au capital de 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images, [stevecolemimages](http://stevecolemimages.com)

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