

# L'Aparté

LA LETTRE D'AMIRAL GESTION

LETTRE N° 7 - DECEMBRE 2023

## Le contrôle actionnarial,

facteur caché de  
la performance  
boursière





# Le contrôle actionnarial,

facteur caché de la performance boursière



**Raphaël Moreau**  
Gérant chez Amiral Gestion

Qu'ont en commun les cinq meilleurs performeurs de la bourse de Paris sur les 20 dernières années (Sartorius Stedim, Wavestone, Eurofins Scientific, Hermès, et Esker) ? Ils bénéficient tous de la présence à leur capital d'un investisseur de référence fortement impliqué dans sa gouvernance, en l'occurrence une famille, un fondateur, un repreneur, ou un groupe de dirigeants<sup>(1)</sup>. Par opposition à d'autres groupes dont l'actionnariat ne fait émerger aucun acteur dominant, ces sociétés trustent le palmarès de la bourse française sur deux décennies.

Il ne s'agit pas d'une exception française. Le même exercice génère des résultats équivalents dans les autres pays européens, que ce soit en Allemagne, en Italie ou en Espagne, pour ne citer que les principaux pays de la zone euro. Ce constat appuie les thèses pratiques du brillant Nassim Taleb exposées dans son célèbre ouvrage *Skin in the Game*. Le constat est tellement frappant qu'il doit pousser à s'interroger sur les raisons de cette tendance. Pourquoi les entreprises contrôlées agissent-elles différemment, et surtout, que font-elles autrement ?



**FRANCE**

| Meilleures performances boursières en France | Performance sur 20 ans au 30/09/2023 | Actionnaire de référence  |
|--|--------------------------------------|---|
| Sartorius Stedim                             | +17 309%                             | Famille Sartorius, via Sartorius AG, 73% du capital                       |
| Wavestone                                    | +9 974%                              | Pascal Imbert, fondateur, 28% du capital                                  |
| Eurofins Scientific                          | +5 885%                              | Gilles Martin, fondateur, via Analytical Bioventures, 32% du capital      |
| Hermès                                       | +4 794%                              | Famille Hermès, 67% du capital  |
| Esker  | +4 638%                              | Jean Michel Bérard, fondateur, 6,2% du capital / 13,1% des droits de vote |



**ALLEMAGNE**

| Meilleures performances boursières en Allemagne | Performance sur 20 ans au 30/09/2023 | Actionnaire de référence                                   |
|---|--------------------------------------|--|
| Sartorius AG                                    | +28 756%                             | Famille Sartorius, 55% du capital                          |
| Nemetschek                                      | +25 930%                             | Famille & fondation Nemetschek, 51% du capital             |
| Atoss Software                                  | +9 857%                              | Andreas Obereder, fondateur, 30% du capital                |
| CTS Eventim                                     | +8 735%                              | Klaus-Peter Schulenberg, fondateur, 38,8% du capital       |
| EnergieKontor                                   | +8 515%                              | Bodo Wilkens et Gunter Lammers, fondateurs, 51% du capital |

(1) Ce constat reste vrai si on n'examine que le CAC 40, qui est composé pourtant avant tout de sociétés disposant d'un capital très ouvert, les 4 sociétés affichant les meilleures performances sur 20 ans sont détenues par un actionnaire de référence, en l'occurrence Eurofins Scientific, Hermès, LVMH et Dassault Systèmes

Tout d'abord il est intéressant de noter que les sociétés contrôlées font parfois l'objet d'une certaine méfiance de la part des investisseurs. Certains leur reprochent la trop forte concentration des pouvoirs, le manque de transparence (qui aujourd'hui peut d'ailleurs les pénaliser à cause de données ESG moins disponibles), ou encore le risque d'une mauvaise gestion de la succession dans le cas des entreprises familiales. Tous ces risques existent, en effet, et certaines entreprises gèrent certainement ces situations mieux que d'autres. Néanmoins ils sont, dans la plupart des cas, mesurés et largement compensés par le fort alignement d'intérêt créé naturellement par la structure du capital. Les investisseurs leur reprochent aussi parfois leur manque d'écoute face aux demandes pressantes des marchés financiers, mais c'est peut être là que réside une de leurs principales forces : celle de résister aux exigences de la bourse, qui a sa propre logique, son propre horizon de temps. Beaucoup d'investisseurs sont en effet seulement «de passage» et leurs demandes sont incompatibles avec certains projets stratégiques.

L'étude mise à jour en début d'année du Crédit Suisse souligne que depuis 2006, son échantillon de 1000 sociétés familiales a généré une surperformance annuelle moyenne de 3 points par rapport aux autres, écart encore plus considérable sur les petites sociétés (5,4 points de surperformance) que sur les grandes (2,3 points). Ces statistiques sont réalisées sur l'ensemble du monde, et le constat est relativement similaire sur toutes les zones géographiques. De plus, ces sociétés ont au global un niveau d'endettement inférieur à celui des grandes, ce qui corrobore d'autres études soulignant qu'elles génèrent une performance supérieure à long terme en réduisant la prise de risques.

#### Performances relatives depuis 2006 - Family 1000 versus non-family

|                        | Performances annualisées depuis 2006 (jusqu'à fin 2022) |       |      |       | 2022    |       |        |       |
|------------------------|---|-------|------|-------|---------|-------|--------|-------|
|                        | Overall   | Small | Mid  | Large | Overall | Small | Mid    | Large |
| <b>Monde</b>           | 3.0%  | 5.4%  | 4.0% | 2.3%  | -7.0%   | 2.1%  | 6.7%   | -8.5% |
| <b>Europe</b>          | 3.6%  | 3.3%  | 2.2% | 3.0%  | -6.4%   | -1.7% | -5.2%  | -6.8% |
| <b>USA</b>             | 3.4%  | 1.3%  | 5.4% | 2.5%  | -5.1%   | -1.0% | -11.0% | -4.7% |
| <b>APAC ex. Japon</b>  | 3.3%  | 3.9%  | 3.1% | 1.5%  | -3.8%   | -3.5% | 7.2%   | -4.9% |
| <b>Japon</b>           | 7.1%  | 8.8%  | 1.5% | 10.5% | -0.5%   | -8.8% | 34.7%  | -0.7% |
| <b>Amerique Latine</b> | 3.1%  | 1.7%  | 4.0% | 4.4%  | -2.5%   | -2.5% | -11.3% | -8.7% |

De nombreuses études souvent focalisées sur les entreprises spécifiquement familiales insistent sur leurs atouts et notamment leurs prises de décisions concentrées sur le long terme. La littérature est abondante à ce sujet. Elles prennent des décisions différentes. Car l'entreprise représente souvent tout leur patrimoine et qu'il a vocation à être transmis. Parce que l'investissement est aussi de nature émotionnelle : elles y ont injecté sueur, labeur, et larmes, pour paraphraser Churchill. L'entreprise peut même avoir une vocation identitaire puisqu'elle fédère le groupe familial autour d'elle pendant des générations. Elle en porte parfois le nom. Les actions de l'entreprise engagent alors la réputation même des membres de la famille. Toute cette motivation intrinsèque ne peut pas être remplacée par un «management package».

Pour étudier le sujet sous un angle nouveau, si les entreprises contrôlées - familiales ou non - ont statistiquement une meilleure performance à long terme, c'est peut être aussi parce qu'elles évitent certaines erreurs coûteuses que

les entreprises non contrôlées font plus souvent. Comme au tennis, elles feraient moins de fautes directes que les autres, ce qui leur conférerait naturellement un avantage en termes de performances. Mécano financier, endettement excessif mettant en danger les actionnaires en cas de difficultés économiques, optimisation à court terme des performances financières amputant l'avenir, voire manipulations comptables. Ces risques semblent bien plus faibles dans les entreprises contrôlées par un actionnaire de référence que dans celles qui ne le sont pas.

En guise d'illustration, prenons deux sociétés confrontées au même problème stratégique : la mutation indispensable des équipementiers automobiles face à l'électrification des véhicules. Nous sommes à l'été 2021 et les deux équipementiers français Forvia (ex-Faurecia) et Plastic Omnium sont exposés pour une partie non négligeable de leur activité au moteur à combustion, l'une au travers des systèmes d'échappement et l'autre des réservoirs à carburants. Faurecia vient de prendre son indépendance capitalistique totale après la distribution quelques mois plus tôt des actions que le constructeur Stellantis détenait dans l'équipementier. Plastic Omnium est à l'inverse dans le giron de la famille Burelle, qui détient 60% du capital. Réduire leur dépendance au moteur à combustion, voué à disparaître à long terme, est un enjeu stratégique essentiel. Toutes deux doivent ajuster leur positionnement et s'intéressent à l'éclairage (à l'intérieur et à l'extérieur de l'habitacle), un métier agnostique au type de propulsion. Ajoutons que les deux sociétés font partie d'un secteur en petite forme en sortie de pandémie et que leur valorisation en bourse est faible, elles sont donc contraintes financièrement.

“

**Faute directe : faute commise par un joueur sans que rien ne l'ait forcé à la commettre.**

”

A l'été 2021, Faurecia annonce alors l'acquisition du groupe Allemand Hella, une société très bien gérée spécialisée sur l'éclairage automobile. Mais elle paye le prix fort : plus d'une fois le chiffre d'affaires quand Faurecia s'échange sur un ratio inférieur de moitié. Le marché s'enthousiasme initialement grâce à l'amélioration indéniable du profil stratégique du groupe et le titre prend 8% à l'annonce de l'offre. Les investisseurs (du moment...) semblent donc ravis. Faurecia s'est cependant engagée auprès des banques à réaliser une augmentation de capital pour couvrir une partie du financement de l'acquisition, mais les conditions de marché se dégradent. Le groupe ne pourra la réaliser que plusieurs mois plus tard à un cours inférieur de moitié à celui du moment de l'annonce. Autrement dit, Faurecia va devoir émettre deux fois plus d'actions qu'initialement prévu. Les circonstances n'ont peut être pas aidé, mais nous sommes ici typiquement dans ce qu'on peut appeler une «faute directe» (le wiktionnaire donne pour définition : Faute commise par un joueur (balle dans le filet ou annoncée faute) sans que rien ne l'ait forcé à la commettre.) Faurecia a donc payé très cher un actif en devant émettre ses propres titres à un niveau de valorisation particulièrement faible. Le groupe a effectivement drastiquement amélioré son profil stratégique, mais à quel prix ? La part des actionnaires historiques est diluée d'un quart dans le nouvel ensemble (un actionnaire qui aurait détenu 1% du groupe et n'aurait pas remis au pot ne détient plus que 0,75%), sans compter

que Faurecia doit vendre certains actifs «non stratégiques» (mais rentables) pour réduire son endettement.

A son tour, quelques mois plus tard, en avril 2022, Plastic Omnium se porte acquéreur pour 520 millions d'euros<sup>(2)</sup> de Varroc Lighting Systems, une société du même secteur mais qui rencontre des difficultés, et qui va mobiliser la force industrielle du groupe Plastic Omnium pour retrouver une rentabilité plus normative en 2 à 3 ans. Plastic Omnium paye beaucoup moins cher (0,65x le chiffre d'affaires), et paye en cash, sans avoir besoin d'émettre d'actions car la cible est digeste et valorisée à un prix raisonnable. La contrepartie, c'est que les actionnaires de Plastic Omnium doivent subir un compte de résultat dégradé le temps de redresser Varroc. Pour les marchés, c'est une stratégie impopulaire à court terme, car elle nécessite du temps, et augmente la dette sans apporter de résultat immédiat, mais elle est potentiellement beaucoup plus créatrice de valeur, car elle protège les intérêts des actionnaires à long terme, à condition bien sûr que le redressement industriel et financier se confirme.

Il est encore tôt et l'avenir dira lequel des deux aura choisi la meilleure voie. Actuellement Plastic Omnium voit ses performances opérationnelles dégradées par cette acquisition «pénalisante», quand Faurecia s'en sort logiquement mieux sur le plan opérationnel, ses résultats étant tirés par son acquisition ; en revanche le poids de la dette et des frais financiers est très lourd. Les deux sociétés ont des dirigeants de haut niveau et de fortes positions de marché, néanmoins il est intéressant de constater à quel point la détention capitalistique change l'approche stratégique. En ce qui nous

(2) Le prix était initialement de 600me mais a été renégocié en baisse

concerne, même si à date il n'y a pas d'écart significatif de performance entre les deux titres, nous avons une nette préférence pour la stratégie de Plastic Omnium, qui a le mérite de ne pas diluer les actionnaires ni de mettre l'entreprise dans des difficultés bilantielles. Un actionnaire-dirigeant a un avantage structurel sur le manager professionnel répondant lui-même à un conseil d'administration de professionnels, c'est qu'il est beaucoup plus probable qu'il tire profit dans de lointaines années des investissements réalisés aujourd'hui. Selon l'étude du Crédit Suisse portant sur les entreprises familiales, 40% des dirigeants de ces dernières étaient en place depuis plus de 10 ans, contre 15% pour les entreprises non familiales. Quand LVMH rachète Tiffany, ce n'est pas parce que Bernard Arnault pense que cela plaira aux marchés financiers, mais parce qu'une vision industrielle permet d'envisager une véritable création de valeur à long terme. Pour prendre un exemple qui a beaucoup fait l'actualité, le triste cas Atos semble caricatural des problèmes de manque d'alignement entre dirigeants et actionnaires. Sans actionnaire de référence, cette société a été gérée par une succession de directeurs généraux dans une logique de fuite en avant, optimisant de manière excessive (court-termiste) compte de résultats et génération de trésorerie, multipliant les opérations de croissance externe pour séduire les marchés, et distribuant quand tout semblait aller bien des sommes faramineuses sous forme d'actions gratuites à ses dirigeants de l'époque, et de commissions à des armées de banquiers d'affaires. Quelques années plus tard,

“

## Avoir sa part du jeu permet de garder l'hubris humain sous contrôle.

”

salariés et ceux qui sont encore actionnaires assistent impuissants à l'effondrement d'une structure de plus de 100 000 personnes qui ne parvient plus à attirer la confiance des investisseurs compte tenu de l'apparition régulière de cadavres dans les placards. La situation intenable pousse certains à demander une nationalisation compte tenu de l'importance de certains de ses services pour l'Etat. Nassim Taleb a écrit «Skin in the game keeps human hubris in check<sup>(3)</sup>». Il est probable qu'Atos aurait été gérée différemment si ses dirigeants historiques avaient eu pour perspective de rester investis significativement au capital pendant de nombreuses années et n'avaient pas été rémunérés sous une forme qui leur permettait de bénéficier de la hausse du titre à court terme sans souffrir de sa baisse à long terme. Les acquisitions auraient été moins nombreuses, mieux intégrées, réalisées à prix plus raisonnables ; à l'inverse la bonne gestion des opérations de la société aurait été beaucoup plus haut dans la liste des priorités.

Dans nos analyses pré et post-investissement, nous gardons un oeil attentif sur l'alignement d'intérêts des actionnaires minoritaires avec ceux des dirigeants, il est un garde-fou face à tout ce qui est peu visible dans les comptes au sein des organisations. Pour paraphraser la question à un ancien candidat à la présidentielle, nous aussi essayons de comprendre «à quoi le dirigeant pense en se rasant le matin».

\* «avoir sa part du jeu permet de garder l'hubris humain sous contrôle»

Quelle est son obsession, le cours de bourse dans la semaine à venir, ou la préparation de l'entreprise à ce qu'elle sera dans plusieurs années. Comme le disait Jeff Bezos, le fondateur d'Amazon en 2017, «quand quelqu'un félicite Amazon pour ses bons résultats trimestriels, je dis merci. Mais ce que je me dis intérieurement, c'est que ces bons résultats trimestriels étaient déjà largement en préparation il y a trois ans. Aujourd'hui je travaille pour un trimestre qui aura lieu en 2020. Pas le prochain trimestre».

Pour une société cotée en bourse, les publications trimestrielles ou semestrielles, même pour les sociétés contrôlées, rythment malgré tout la vie de l'entreprise. Sans pour autant subir la pression excessive des marchés, il convient pour autant pour les dirigeants de l'utiliser comme un aiguillon positif, qui permet par exemple de ne pas laisser une situation dériver. La lumière est le meilleur des désinfectants, et la bourse joue clairement ce rôle de transparence. Le cours de bourse est une forme d'indicateur, reflet des opinions des investisseurs à un moment donné. Les investisseurs posent des questions, critiquent, mettent le doigt sur les sujets qui fâchent que le dirigeant pourrait être inconsciemment tenté d'esquiver, croisent les analyses d'autres acteurs du même secteur. Ils ont souvent tort et

sont excessifs dans les deux sens, mais les signaux envoyés sont généralement très intéressants pour les dirigeants qui souhaitent les écouter. Comme déclarait il y a quelques années en réunion investisseurs le patron au caractère bien trempé d'une société française désormais sortie de bourse, «vous m'avez tout appris». Les sociétés contrôlées cotées en bourse ont ainsi les avantages du monde du non coté et de ceux du monde coté : Le contrôle offre l'avantage aux dirigeants de déployer une stratégie sur le temps long, et la cotation leur permet de lever des capitaux nécessaires à leur développement tout en étant questionnés en permanence par la communauté financière.

“  
**L'alignement d'intérêt est un garde-fou face à tout ce qui n'est pas visible dans les comptes.**  
”

Un défi important pour les actionnaires minoritaires est comment empêcher une équipe de direction d'agir en fonction de ses propres intérêts plutôt que de ceux des actionnaires, ce que le monde académique qualifie de «problèmes d'agence» (l'agent étant celui qui agit pour le compte des autres). Dans le cas des dirigeants entrepreneurs, cet alignement est garanti : la rémunération des actionnaires, c'est la rémunération du management. Jérôme François, PDG de TFF Group, leader mondial du tonneau d'élevage pour le vin, n'a ainsi pas de salaire variable, il considère que ses dividendes et la création de valeur de l'entreprise jouent ce rôle.



Cette recherche d'alignement d'intérêts est un choix clair de notre gestion, comme cela peut se traduire par exemple dans notre fonds Sextant PME investi sur les petites valeurs européennes. Sur les 10 premières lignes du fonds, 8 ont un actionnaire de référence pointant à plus de 10% du capital. Les deux autres (Kontron et Saf Holland) sont dirigées par des managers fortement actionnaires à titre personnel et qui ont tous deux acheté leurs propres titres en bourse sans pour autant atteindre 10% du capital. A titre de comparaison, dans les 10 premières valeurs de l'indice de référence du fonds, seules 3 correspondent à cette définition. Ce biais est encore plus assumé dans Sextant Entrepreneurs Europe, le dernier né de notre gamme, et qui investit sur une sélection de valeurs midcap détenues en partie par un actionnaire de référence.

Quand une société n'est pas détenue par un actionnaire de référence, les achats et ventes de titres effectués par les managers sont un signal souvent pertinent. Il est à cet égard parfois symboliquement intéressant d'écouter des dirigeants affirmer que leur cours de bourse est fortement sous-valorisé, sans forcément passer à l'acte en achetant des titres eux-mêmes. C'est d'autant plus inquiétant quand ils ne sont pas déjà significativement actionnaires et suscite chez nous avant tout un signal d'alarme. A l'inverse, voir des dirigeants acheter leurs propres titres pour des montants importants est un signe très positif, même si on ne peut évidemment pas prendre ce seul critère en isolation du reste (les dirigeants ont une connaissance de leur entreprise beaucoup plus précise que les investisseurs, mais ils peuvent se tromper.) Par ces opérations sur le capital, notre lecture du cas d'investissement peut cependant parfois changer du tout au tout comme l'illustre notre investissement dans Saf-Holland.

Nous étions toujours restés à l'écart du titre SAF Holland, un fournisseur allemand de pièces pour les poids lourds. L'activité était intéressante (bien que l'activité de première monte est sensible à la conjoncture, l'essentiel des profits est réalisé sur les pièces de rechange et est peu cyclique), mais la gouvernance nous inquiétait : personne à la direction ni au conseil d'administration n'était actionnaire, la société n'avait pas de scrupules à émettre du capital ou des instruments dilutifs (obligations convertibles) au nom du sacro-saint plan stratégique. Si être créancier de ce genre d'institution est plutôt une position confortable (à la moindre difficulté les actionnaires sont sollicités), en être actionnaire est en revanche rarement un pari gagnant à long terme. Nous avons cependant été frappés par le changement complet d'approche entre 2019 et 2020, quand le Directeur Général nouvellement nommé a acquis en quelques mois près d'1% du capital pour 2 millions d'euros, suivi d'ailleurs par d'autres dirigeants du groupe, et renforçant fortement ses achats pendant la crise de mars 2020. Pour la première fois depuis qu'elle était cotée en bourse, SAF Holland semblait dirigée dans l'intérêt des actionnaires.

Les performances opérationnelles depuis l'arrivée de la nouvelle équipe ont largement dépassé nos propres attentes et l'engagement impressionnant du management dans des conditions de marché pourtant complexes n'y est certainement pas étranger. La société n'a à date toujours pas véritablement d'actionnaire de référence, mais nous encourageons en assemblée générale les membres du conseil d'administration à s'impliquer financièrement au capital de l'entreprise. Faisant suite à nos remarques, le conseil de surveillance vient d'ailleurs d'annoncer que ses membres devront investir l'équivalent d'un an de leur rémunération dans les actions de leur entreprise, ce qui est assurément un pas vers un meilleur alignement d'intérêt.

Il est à cet égard étonnant que les codes de gouvernance n'insistent pas davantage pour que les administrateurs soient pour un certain nombre d'entre eux significativement investis au capital des entreprises dont ils sont censés représenter les actionnaires. Au moment de donner leur accord pour une opération d'envergure, la posture n'est certainement pas la même quand l'administrateur est fortement engagé financièrement dans le capital de l'entreprise. De même que les pratiques de bonne gouvernance insistent sur la part d'indépendants au conseil d'administration, il nous semble tout aussi sain que les autres administrateurs soient significativement actionnaires afin d'être alignés sur les intérêts de ceux qu'ils représentent.

Cet équilibre nous semble important, et tout comme nous militons en assemblée générale pour la présence d'un taux minimal

“  
**Il nous semble sain que  
les administrateurs soient  
significativement actionnaires  
afin d'être alignés sur les intérêts  
de ceux qu'ils représentent.**  
”

d'administrateurs indépendants qui apportent des éclairages extérieurs, nous insistons aussi pour que les autres administrateurs soient significativement investis au capital de l'entreprise.

La gouvernance idéale n'est pas toujours facilement définissable, mais Warren Buffett nous donnait quelques pistes en 1993 dans la lettre annuelle à ses actionnaires. La présence d'un gros actionnaire au capital, non impliqué dans le management, serait la plus performante. Extrait : «Le troisième type de gouvernance apparaît quand un actionnaire de contrôle n'est pas impliqué dans la gestion [...] Les administrateurs indépendants peuvent jouer un rôle potentiellement utile. S'ils deviennent mécontents de la compétence ou de l'intégrité du dirigeant, ils peuvent aller voir directement l'actionnaire (qui peut également faire partie du conseil d'administration) et lui exposer leur insatisfaction. La situation est idéale pour l'administrateur indépendant car il lui suffit de présenter ses arguments à un seul actionnaire, a priori intéressé par son opinion, et qui peut opérer un changement rapidement si l'argumentaire est convaincant [...] Logiquement, ce type de gouvernance est le plus à même d'assurer un management de première classe.»

Ce n'est pas une nouveauté, l'alignement d'intérêts est absolument critique dans la performance économique des entreprises et la bonne compréhension de cet alignement est un passage obligé dans nos analyses. L'actionnariat de référence semble être de loin son meilleur garant. Quand ce n'est pas le cas, le système de rémunération de la direction mais aussi des salariés se doit d'être extrêmement bien structuré et doit être une priorité des conseils d'administration. Il peut alors pallier une partie des faiblesses d'un actionnariat trop éclaté. Chez Amiral Gestion et dans tous nos fonds Sextant, en tant qu'actionnaires minoritaires, le long terme est toujours l'horizon commun, quelque soit les expertises, ce qui explique certainement notre attachement à être investi dans la majorité des cas aux côtés d'actionnaires de référence qui partagent la même perspective.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente de titres qui y sont référencés. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en investissement, une recommandation d'investissement ou un conseil fiscal. Avant tout investissement, veuillez vous référer aux informations détaillées figurant dans la documentation réglementaire de chaque fonds (prospectus, règlement/statuts du fonds, politique de placement, derniers rapports annuel/semestriel, document d'informations clé (DIC PRIIPS), qui constituent la seule base réglementaire recevable pour l'acquisition de parts ou actions de l'OPC. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion. Le rendement et la valeur des parts ou actions de l'OPC peuvent diminuer ou augmenter et le capital peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs et les objectifs ne sont pas garantis. Certaines déclarations et données prévisionnelles sont basées sur les prévisions actuelles, les conditions actuelles de marché et la situation économique actuelle, les estimations, projections, et les opinions d'Amiral Gestion. Achevé de rédiger le 10 décembre 2023.

Illustration : Brice Marchal

Maquette : Germain Desvaux • [germaindesvaux.myportfolio.com](http://germaindesvaux.myportfolio.com)

**Amiral Gestion**

103 rue de Grenelle, 75007 Paris  
[www.amiralgestion.com](http://www.amiralgestion.com)