

Fusions de multinationales, un casse-tête potentiel pour les gestions

Par Fabrice Anselmi, le 26/06/2014 pour L'AGEFI Hebdo

Les grandes fusions-acquisitions annoncées amènent à une réflexion sur la transparence des fonds actions auprès de leurs investisseurs.

Malgré tout le cash disponible, les très grandes opérations de fusions-acquisitions se font encore beaucoup par échanges de titres : que devra faire le gérant d'un fonds actions françaises s'il reçoit des titres Lafarge-Holcim en lieu et place de ses actions Lafarge ? », questionne Lionel Melka, associé du fonds de merger arbitrage Bernheim Dreyfus & Co. Le sujet devient un vrai casse-tête avec la globalisation des groupes. « Pour les fonds indiciels, ce n'est pas vraiment nouveau : à partir du moment où l'action n'entre plus dans l'indice suivi, ils doivent généralement la vendre », explique Frédéric Jamet, directeur de la gestion de State Street Global Advisors France.

Concernant les gestions actives, non indicielles, la problématique est différente : « Pour un fonds actions françaises 'benchmarké' sur l'indice CAC 40, le fait d'avoir plusieurs sociétés avec leur siège social hors de France n'est pas un problème », estime Romain Boscher, responsable des actions chez Amundi, citant en exemple Airbus Group, Gemalto, Renault-Nissan, STMicroelectronics, Unibail-Rodamco (Amsterdam), ArcelorMittal (Luxembourg), Solvay (Bruxelles)... « Une approche de la gestion purement géographique a de moins en moins de sens. Mais la fusion Lafarge-Holcim apportera une vraie curiosité avec une action probablement située en dehors de la zone euro, à Zurich, et donc non éligible au PEA... » Les fonds actions non indiciels ont généralement un ratio « poubelle » d'environ 10 % de l'encours : « Cela permet de conserver ce genre de titres ayant fait l'objet d'une évolution et/ou étant sortis de l'indice de référence, et de ne pas être obligé de les vendre dans l'urgence, explique aussi Gilles Guibout, responsable des actions européennes chez Axa IM. Pour autant, ces multinationales et la dispersion des sièges sociaux et fiscaux posent de plus en plus de questions. »

Risques juridiques et financiers

L'approche qui consistait à prendre en compte le pays d'enregistrement de la société principale est désormais remise en cause par les domiciliations « de convenance » (par exemple pour les entreprises chinoises, israéliennes ou russes levant des capitaux sur des marchés étrangers), même pour les fournisseurs d'indices, confirment les spécialistes de S&P Dow Jones. La place de cotation voire l'activité du groupe (en termes de chiffre d'affaires notamment) peuvent devenir des critères qui déterminent si la société est éligible ou pas à un indice et/ou à un fonds donné (d'après son règlement). « On peut tout à fait imaginer qu'un fonds européen détienne l'action d'une société cotée aux Etats-Unis ayant racheté un groupe européen (retiré de la cote locale) mais conservant sur le Vieux Continent une part importante de son activité. Idem pour un fonds émergent avec une société émergente cotée sur un marché occidental, confirme Frédéric Jamet. Sachant aussi que, quand une société transfère une partie importante de son activité sur un autre continent, elle ne tarde généralement pas à faire évoluer son listing. »

Domiciliation ou cotation, l'essentiel est donc bien, pour un fonds, d'être transparent vis-à-vis de ses investisseurs, quitte à revoir son prospectus si nécessaire, ou à bien indiquer qu'il investit dans une société qui a changé de nationalité. Cette transparence est d'autant plus importante qu'il existe des risques financiers liés aux jeux d'optimisation fiscale, de plus en plus fréquents dans les grandes fusions-acquisitions. « Dans notre gestion au quotidien, nous avons notamment le devoir d'intégrer ces différents risques dans nos valorisations, par exemple en pondérant le cash des groupes américains par la fiscalité (de 34 %) qui serait appliquée à ces montants en cas de rapatriement au sein de la holding américaine », rappelle Gilles Guibout. « Ces jeux ont d'ailleurs leur limite dans le sens où leur effet finit par se ressentir sur les multiples », ajoute Christophe Nagy, responsable actions américaines chez Comgest.

D'un point de vue plus juridique, certaines gestions réfléchissent à aviser leurs investisseurs du nombre de sociétés en portefeuille qui ont leur siège fiscal dans un paradis offshore, ce qui permettrait d'anticiper d'éventuelles difficultés futures pour rapatrier le cash et payer les dividendes aux actionnaires, notamment en cas d'embargo ou de blocage*. Autres risques, le droit boursier et en particulier les règles anti-OPA ne sont pas les mêmes selon qu'il faut prendre en compte le siège social ou le lieu de cotation comme aux Etats-Unis.

*Depuis plusieurs mois, les compagnies aériennes internationales sont bloquées par le contrôle des changes vénézuélien pour la conversion en dollars de leurs bénéfices réalisés en bolivars.