



FUSIONS-ACQUISITIONS

Des méga-deals fragiles

Les offres hostiles se sont multipliées ces derniers mois, mais elles sont loin d'avoir toutes abouti.

www.agefi.fr/actualite-eclairages

PAR SOPHIE ROLLAND

Accident de parcours ou signe avant-coureur ? Le 5 août dernier, deux des « méga-deals » (opérations géantes) les plus en vue du marché des

fusions-acquisitions ont été abandonnés : Twenty-First Century Fox a retiré son offre sur Time Warner. Le même jour, Sprint a renoncé à acquérir son concurrent T-Mobile. S'ajoutant à une liste d'opérations avortées déjà conséquente, ces échecs ont semé le doute parmi les professionnels des M&A (*mergers and acquisitions*). « *Quel*

avenir pour les fusions-acquisitions maintenant que la bulle a explosé ? », s'interrogeait même le *Financial Times* au lendemain de ces annonces.

La question était sans doute un peu prématurée. Depuis, les nouvelles opérations se sont succédées au même rythme que depuis le début de l'année. Il reste que la reprise des fusions-acquisitions version 2014 est peut-être plus vulnérable que ne voudraient le faire croire les banquiers d'affaires. Au 5 septembre, *Reuters* comptabilisait pas moins de 390 milliards de dollars d'opérations annulées cette année,

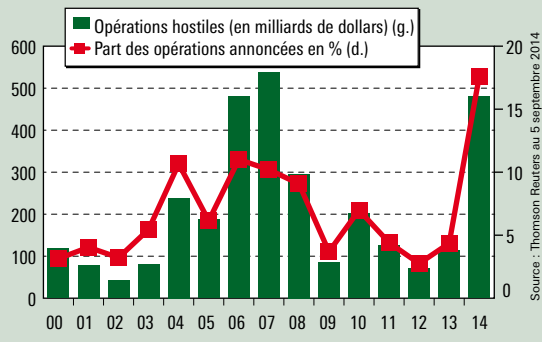
L'offre avortée de Twenty-First Century Fox sur Time Warner (photo) compte parmi les cinq plus grosses annulations de ces vingt dernières années.

Bloomberg

« En plus des synergies de coûts, les grands groupes espèrent que la suppression d'un concurrent leur permettra d'augmenter leur 'pricing power' »

Vincent Batlle, associé chez Deloitte

Le retour en force des offres inamicales



du jamais vu depuis 2008. En relatif, ces dernières représentent 14 % du montant total de fusions-acquisitions annoncées cette année - plus de 2.700 milliards de dollars, au plus haut depuis 2007 -, comme en 2009 et en 2001, et à peine moins que pendant la période 2006-2008 (cette proportion se situait alors entre 16 % et 19 %).

En cause : l'échec de plusieurs grandes opérations. En effet, contrairement au montant, le nombre total d'opérations annulées, lui, reste ridiculement faible : 152, soit 0,61 % du total des deals annoncés en 2014, contre en moyenne plus de 2 % depuis 2000. Certains naufrages ont pesé lourd : les offres avortées de Pfizer sur

AstraZeneca (plus de 120 milliards de dollars) et de Twenty-First Century Fox sur Time Warner (95 milliards de dollars) comptent notamment parmi les cinq plus grosses annulations de ces vingt dernières années, juste derrière BHP Billiton/Rio Tinto (188 milliards de dollars en 2007-2008) et MCI WorldCom/Sprint Nextel (125 milliards en 1999-2000).

« Ces échecs retentissants sont souvent liés au caractère hostile des offres », explique Anne-Sophie d'Andlau, cofondatrice et directrice générale du fonds d'arbitrage CIAM. Plus délicates à boucler, les opérations non sollicitées ou hostiles ont moins de chance de réussir. Selon Reuters, 57 % de celles qui ont été annoncées ces 30 dernières années n'ont pas abouti. Or elles se sont multipliées ces derniers

Interventionnisme



Barack Obama, président des Etats-Unis

« J'ai proposé de supprimer définitivement cette échappatoire fiscale antipatriotique »

(26 juillet 2014)



Vince Cable, ministre du Commerce britannique

« L'option d'une intervention du gouvernement reste ouverte, si les assurances [fournies par Pfizer] ne sont pas satisfaisantes. »

(mai 2014)



Arnaud Montebourg ancien ministre de l'Economie français

« Le gouvernement n'est pas la puissance qui choisit mais il exprime des préférences. [...] Je n'oublie pas que Numéricable est une holding au Luxembourg cotée à la Bourse d'Amsterdam avec une participation personnelle du principal dirigeant [Patrick Drahi, NDLR] et qu'il est lui-même résident suisse »

(mars 2014)

mois. A 545 milliards de dollars (sur 75 opérations, à fin août), le volume d'opérations hostiles est à un plus haut historique, indique le fournisseur de données dont les relevés remontent aux années 70. En valeur relative, ces rapprochements non sollicités représentent 20 % des fusions-acquisitions annoncées depuis le début de l'année, là aussi au plus haut depuis 25 ans.

Rejets et contre-offres

Dans certains cas, les offres ont simplement été rejetées par la cible. Ainsi, en avril dernier, le finlandais Metso, un fournisseur d'équipements et de services à l'industrie minière, n'a pas donné suite à la proposition de son concurrent britannique Weir. Elles ont aussi parfois provoqué des contre-offres sur la cible, voire sur l'acquéreur. En début d'année, le câblo-opérateur ►

Les entreprises attaquent pour protéger les marges

américain Comcast a ainsi surenchéri sur l'offre de Charter Communications sur Time Warner Cable (TWC). Quant à Imerys, il a été repoussé par l'américain Amcol, spécialiste de la bentonite, après une surenchère de son compatriote Minerals Technologies. « Les offres amicales aussi peuvent provoquer des réactions en cascade », remarque Anne-Sophie d'Andlau, pour qui « cette activité témoigne plutôt de la confiance retrouvée des entreprises et de la bonne santé du marché des fusions-acquisitions. » Ainsi, en juin dernier, au terme d'un feuilleton à rebondissements, le groupe agroalimentaire américain Hillshire Brands a renoncé à acheter son compatriote Pinnacle Foods (à l'origine, une opération amicale) pour fusionner avec le volailler Tyson Foods... lequel avait lui-même damé le pion à Pilgrim's Pride qui convoitait Hillshire Brands. Plus récemment, les investisseurs ont craint que l'offre non sollicitée du fabricant de jus de fruits Cutrale Group et de la société d'investissement Safra Group (deux entreprises brésiliennes) sur Chiquita Brands International ne remette en question la fusion avec l'irlandais Fyffes, qui doit donner naissance au numéro un mondial de la banane.

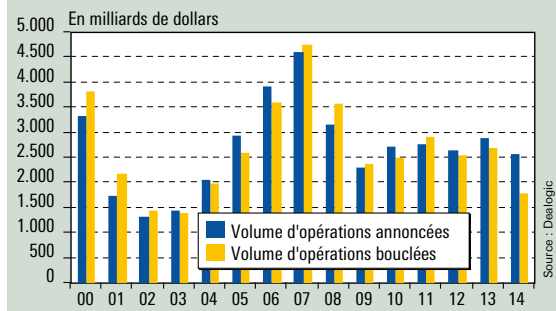
Les grandes manœuvres de ces derniers mois montre que les entreprises sont beaucoup plus soucieuses de protéger leurs marges dans un environnement économique peu porteur que d'aller chercher de la croissance en conquérant de nouveaux marchés. « La consolidation entre acteurs importants à la recherche d'économies d'échelle sur des marchés matures est caractéristique de la reprise des fusions-acquisitions en cours depuis la fin de l'année dernière », confirme Vincent Batlle, associé chez Deloitte. Ainsi, en fusionnant, Lafarge et Holcim peuvent espérer réduire les surcapacités dans le secteur des matériaux de construction. Quant aux grands mouvements en cours dans le secteur des télécoms, ils sont clairement destinés à permettre aux survivants de reconstituer leurs marges. Cette attitude très défensive explique aussi sans doute une grande partie des offres de rapprochement non sollicitées. « C'est la seule façon qu'ont trouvée les entreprises d'augmenter leurs revenus après avoir abaissé leurs coûts au maximum », résume un banquier. « En plus des synergies de coûts, les grands groupes espèrent que la suppression d'un concurrent leur permettra d'augmenter leur 'pricing power' (capacité à fixer leurs prix, NDLR) », renchérit Vincent Batlle.

« C'est la seule façon qu'ont trouvée les entreprises d'augmenter leurs revenus après avoir abaissé leurs coûts au maximum », résume un banquier. « En plus des synergies de coûts, les grands groupes espèrent que la suppression d'un concurrent leur permettra d'augmenter leur 'pricing power' (capacité à fixer leurs prix, NDLR) », renchérit Vincent Batlle.

Inversion fiscale

Au cœur des synergies escomptées, l'optimisation fiscale est désormais envisagée à l'échelle mondiale. « La fusion Publicis-Omnicom a officiellement échoué en raison de problèmes de gouvernance, mais en réalité, le 'deal' était mal ficelé et le montage fiscal révélé par Omnicom s'est révélé impossible à mettre en œuvre », décrypte un pro-

Un décalage plus important qu'à l'accoutumée entre les opérations annoncées et bouclées



fessionnel. Le fisc néerlandais, pourtant généralement plutôt arrangeant, avait notamment exprimé ses réserves à l'égard du montage qui prévoyait la création d'une holding néerlandaise pour le nouveau groupe. De fait, les entreprises américaines cherchent à profiter au maximum de « l'inversion fiscale » (tax inversion), la possibilité de délocaliser leur siège social dans le pays de l'entreprise ciblée si le taux d'imposition y est plus faible qu'aux Etats-Unis. « Même s'il est vrai que Pfizer a besoin de remplir son pipeline de nouveaux produits, son offre sur AstraZeneca n'aurait sans doute pas atteint de tels montants sans une double motivation fiscale : la 'tax inversion' bien sûr mais aussi l'utilisation des bénéfices accumulés en Europe », indique Hervé Mangin, gérant spécialiste des fusions-acquisitions chez Axa IM. S'ils devaient être rapatriés aux Etats-Unis, ceux-ci seraient en effet imposés à 35 %.

Toute la question est de savoir combien de temps l'administration américaine mettra à réagir. Le département du Trésor réfléchit déjà à des modifications du code des impôts, soulignant la semaine dernière dans nos colonnes Fabienne Cretin-Fumeron, directrice de la gestion performance absolue chez OFI AM. Il reste qu'en attendant que la fenêtre se referme, les transactions de ce type devraient prospérer. « C'est une mode qui peut durer deux ans : le temps politique est toujours en retard sur le temps financier », estime Lionel Melka, associé et cofondateur du fonds d'arbitrage Bernheim, Dreyfus & Co.

En plus de leur caractère plus souvent hostile qu'à l'accoutumée et de l'environnement morose dans lequel elles sont réalisées, les méga-fusions

Les plus grosses annulations de fusions-acquisitions cette année

Cible	Date d'annonce	Date de retrait	Valeur (en mn de dollars)	Acquéreur
AstraZeneca	2 mai 14	26 mai 14	122.607	Pfizer Inc
Time Warner	16 juil 14	5 août 14	95.646	Twenty-First Century Fox
Time Warner Cable*	13 janv 14	25 avr 14	62.605	Charter Communications
SFR*	6 mars 14	5 avr 14	22.659	Bouygues
Publicis	28 juil 13	8 mai 14	18.498	Omnicom Group
Alstom *	16 juin 14	20 juin 14	11.106	Siemens, Mitsubishi Heavy Industries
Sirius XM Holdings (46.6169 %)	3 janv 14	13 mars 14	10.451	Liberty Media
Hillshire Brands (Bid No 1)	27 mai 14	9 juin 14	7.499	JBS
Commonwealth REIT (93.09 %)	28 mars 13	28 mars 14	7.400	Corvex Management LP, Related Companies
Pinnacle Foods	12 mai 14	30 juin 14	6.683	Hillshire Brand
BRE Properties*	31 juil 13	1 avr 14	6.332	Land & Buildings Investment Management
Metso Oyj	16 avr 14	28 mai 14	6.138	Weir Group
eAccess (99.68 %)	27 mars 14	19 mai 14	5.417	Yahoo Japan

* La cible a fait l'objet d'une autre offre

Source : Dealogic

ENTRETIEN AVEC...

Mark Wyatt,

associé en charge de KPMG Corporate Finance



« Il est trop tôt pour savoir si les 'deals' annoncés vont se concrétiser »

Quel regard portez-vous sur le redémarrage des fusions-acquisitions ?

L'année 2014 marque un tournant sur le marché. Nous avons développé un outil prospectif pour identifier les grandes tendances sur le marché des fusions-acquisitions, le « M&A Predictor ». Il montre, d'une part, que la confiance des marchés et l'appétit des entreprises pour ce type d'opérations, mesuré par les ratios cours/bénéfice prévisionnels (*forward P/E ratios*), restent élevés, et d'autre part que leur capacité à financer des fusions-acquisitions, telle qu'elle apparaît lorsque l'on rapporte la dette nette à l'Ebitda, s'est accrue par rapport à l'an dernier. Autrement dit, les entreprises continuent à se désendetter et à créer des réserves de *cash* pour des actions externes. Nous sommes raisonnablement optimistes sur cette reprise. Si l'on ne peut encore parler de « boom » des M&A, le creux du marché semble derrière nous.

Le décalage entre le volume d'opérations annoncées et celui des opérations bouclées est-il significatif ?

Il est plus important qu'à l'accoutumée et il est significatif. Alors que les annonces de « deals » se succèdent et sont au plus haut depuis la chute de Lehman Brothers, le volume de fusions-

acquisitions à avoir effectivement abouti remonte à peine aux Etats-Unis et continue de s'effriter en Europe. Ce décalage est en partie normal du fait des délais liés à l'exécution des transactions. Mais en partie seulement. La différence spectaculaire entre le volume d'opérations annoncées et bouclées pourrait aussi s'expliquer par les interférences politiques croissantes sur certains marchés clés comme le Royaume-Uni - notamment dans le cas Pfizer-AstraZeneca - , la France - en témoignent les rebondissements autour de la fusion Alstom GE - , les Etats-Unis et le Canada. La politisation des fusions-acquisitions transfrontalières et ses conséquences en termes fiscaux et réglementaires pourraient continuer à peser sur la réalisation des opérations annoncées.

Ainsi, pour vous, l'essai demande encore à être transformé ?

Même si nous sommes plutôt optimistes, il est trop tôt pour savoir si les opérations annoncées vont se concrétiser. Pour l'instant, les marchés se montrent relativement résistants face à l'instabilité géopolitique au Moyen-Orient et en Ukraine ou aux incertitudes sur la croissance chinoise. Mais si l'environnement se détériorait, bon nombre d'opérations risqueraient de ne pas pouvoir aboutir.

Value. La plupart des sociétés du Stoxx 600 étant capables de s'endetter à moins de 4 %, une acquisition apparaît comme 'gagnante' tant que les sociétés ne sont pas valorisées plus de 25, voire 33 fois leurs bénéfices. » Les niveaux de valorisation (sur la base du *price earning ratio*) évoluant autour de 15 à 16 fois en Europe, les banquiers d'affaires n'ont donc pas de mal à se montrer convaincants. « Il est regrettable que certaines OPA, comme l'offre hostile de Valeant sur Allergan, visent davantage à améliorer le bénéfice par action qu'à générer de véritables synergies industrielles », souligne Pierre-Yves Gauthier.

Dès lors, il existe un risque réel, pour les sociétés qui achètent alors que

les marchés actions sont au plus haut, de surpayer leurs acquisitions et de se surendetter. « C'est particulièrement vrai pour les entreprises américaines. Les marchés actions ne cessant de grimper, elles peuvent financer leurs opérations par la dette sans que cela pèse sur leur ratio d'endettement (dette rapportée à la capitalisation boursière, NDLR) », avance Fabrice Thévenau, responsable de la recherche action et crédit chez Société Générale. « Mais rapportée à la valeur comptable des actifs, la dette augmente bel et bien », souligne l'analyste, qui met en garde contre un « mécanisme auto-entretenu qui ressemble étrangement au 'mortgage refinancing' des ménages il y a quelques années ». ■

sont en outre confrontées à un risque réglementaire croissant. « Plus la consolidation d'un secteur est avancée, plus le risque d'intervention des autorités de la concurrence augmente », rappelle Lionel Melka. Récemment, Sprint, troisième opérateur télécoms américain, a pris acte des réticences de la Commission fédérale des communications (FCC) et renoncé à acquérir T-Mobile US. Comme l'explique un avocat, « peu d'opérations transnationales d'envergure échappent à des demandes d'autorisation auprès des autorités de la concurrence d'au moins deux ou trois pays ». En 2012-2013, Rexam avait dû solliciter l'autorisation de la Commission européenne et des gardiens de la concurrence en Chine et au Brésil pour pouvoir céder sa division « *personal care* » à Albéa. « Les autorités de certains pays ne veulent plus être considérées comme étant de second ordre et cela tend à allonger les délais d'exécution des opérations, ce qui constitue un risque en soi », souligne ce spécialiste. Pendant ces longs mois d'enquête, l'évolution des marchés financiers, des valorisations et de l'environnement géopolitique peuvent très bien remettre en cause l'opération en cours. Il n'est pas rare que les grands rapprochements transfrontaliers aient besoin de plus d'une année pour aboutir. Annoncée en avril, la fusion Lafarge-Holcim ne devrait pas être bouclée avant la fin du premier semestre 2015. Mi-juillet, le patron d'Holcim, Bernard Fontana, expliquait au *Wall Street Journal* qu'il avait commencé à demander des autorisations à une quinzaine d'autorités *antitrust*.

Surpayer, un risque réel

Au-delà de ces risques, certains professionnels s'interrogent sur le sens économique des opérations en cours. « Les dirigeants d'entreprise et leurs conseils d'administration sont moutonniers, ils ne veulent pas rater le train du M&A et, comme souvent, ils achètent au plus haut. Ils y sont d'autant plus encouragés qu'aux niveaux de taux d'intérêt actuels, presque toutes les opérations apparaissent comme relatives, constate Pierre-Yves Gauthier, fondateur et directeur de la stratégie d'Alpha