

KBL RICHELIEU



NATHALIE PELRAS & NATHALIE AUQUIER
 Respectivement, Directrice de la Gestion chez KBL Richelieu Gestion & Gestionnaire de portefeuille chez KBL European Private Bankers

LES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS : POURQUOI MAINTENANT ?

Dans une économie en phase de croissance, mais déjà en milieu de cycle, comme les Etats-Unis en ce moment, les opérations de fusions et acquisitions se multiplient grâce à la confiance retrouvée des chefs d'entreprise en la poursuite de cette embellie économique. Cet élément macroéconomique est primordial pour démarrer un cycle durable de M&A mais d'autres facteurs s'y ajoutent pour inciter les sociétés à rechercher des cibles d'achat :

→ Hausse des prix des actions et baisse de la volatilité boursière

Ces deux éléments traduisent en fait le climat de confiance dans la durabilité de l'expansion économique et donc un contexte plus porteur pour les entreprises.

→ Remontée des rendements obligataires et aplatissement de la courbe

Non seulement une courbe des rendements plus plate traduit un cycle économique positif plus avancé mais elle joue aussi en faveur de la valorisation des opérations de M&A. Or nos prévisions anticipent un tel aplatissement de la courbe au niveau des Treasuries américains pour 2015, après le début de la remontée des taux des Fed Funds. L'Europe devrait suivre avec un éventuel décalage temporel.

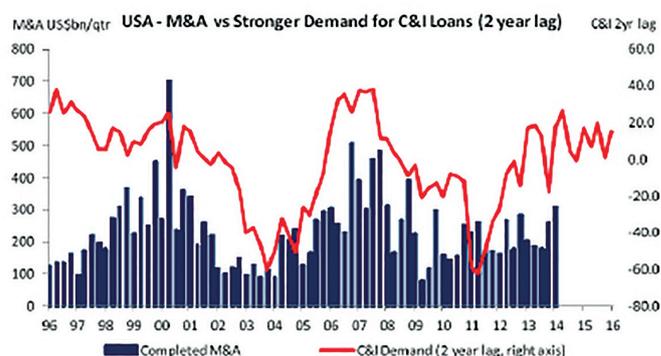
→ Baisse de l'output gap

Lorsque les entreprises sont confrontées à des capacités de production excessives au sein de l'économie dans laquelle elles opèrent, elles restent sur la défensive et ne cherchent pas à s'étendre davantage. Dans le cas contraire, acquérir de nouvelles chaînes de production se justifie. Les opérations de fusions et acquisitions sont alors un substitut au capex, bénéficiant d'un retour sur investissement qui peut être plus rapide.

→ Hausse des Prêts commerciaux et industriels

Aux Etats-Unis, l'histoire montre qu'une phase de hausse de ce type de prêts précède de 2 ans une période d'activité de M&A accrue. Or depuis le point bas de 2011, cette activité est fortement remontée, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

USA - M&A vs. demande de prêts commerciaux et industriels



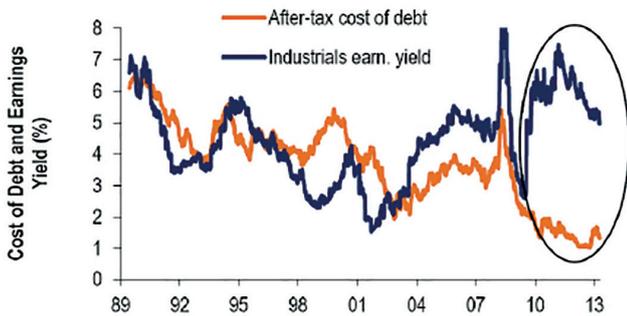
Source: Macquarie Research, FactSet, Dealogic, April 2014

→ Facteurs plus spécifiques

Parmi ceux-ci, nous relèverons l'impact fiscal défavorable pour les sociétés américaines qui voudraient rapatrier aux Etats-Unis leurs bénéfices accumulés en Europe. Il est dès lors plus intéressant pour celles-ci de les réinvestir dans des sociétés établies en dehors des Etats-Unis.

En Europe, actuellement, la perte de «pricing power» amène des entreprises à se consolider pour accroître leurs bénéfices. Pour des segments plus défensifs (actions à haut dividendes, sociétés avec un cash flow récurrent) qui sous-performent en bourse, les entreprises cherchent à améliorer le retour aux actionnaires alors que le prix de leurs actions stagnent. Une opportunité, outre les rachats d'actions propres, peut être une opération de M&A, notamment financée par un endettement à moindre coût (voir graphique ci-après).

Les incitations à utiliser la dette pour créer de la valeur



Note : Earnings yields is for industrials in the S&P 500 whereas dividend yield is for all companies in the S&P 500. After-tax cost of debt is 65% of the 3-5 yr A-rated industrial yield. Source : Federal Reserve, BofA Merrill Lynch Global Research.

Une devise domestique plus forte peut aussi inciter certaines entreprises à chercher à acquérir à l'étranger des actifs dont les perspectives de croissance sont meilleures que dans le pays d'origine.

Une action sur-évaluée peut permettre d'acheter à meilleur coût une société dont la valeur boursière ne serait pas aussi élevée grâce à un paiement en titres.

L'existence de réserves de liquidités importantes, après les nettoyages de bilan intervenus durant la crise précédente, permet à des sociétés saines de cibler des rachats de compagnies qui n'auraient pas bénéficié du même assainissement bilantaire ou se trouveraient confrontées à des difficultés momentanées, notamment pour cause de cycle économique différent.

La perspective de synergies, de réduction des coûts ou d'amélioration de la qualité du management constitue en outre une « cerise additionnelle sur le gâteau ».

LES CYCLES DE M&A PRÉSAGENT D'UNE ACTIVITÉ FUTURE ACCRUE

Du côté américain, en se basant sur les précédents cycles historiques, les prévisions font état d'une hausse des volumes d'opérations M&A jusqu'en début 2017 (au rythme de USD 400 milliards/trimestre), soit un niveau similaire aux deux premiers cycles (1998-2001 et 2006-2008) mais sur une durée plus longue.

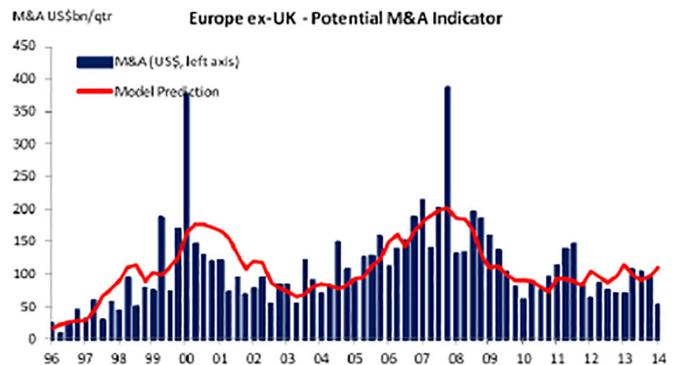
En Europe, le cycle économique n'est pas encore aussi avancé mais l'amélioration se généralise et donc le mouvement des M&A est susceptible de se développer davantage dans les mois à venir. Certaines études (dont celle de Macquarie illustrée ci-après) font état de volumes de USD 108 milliards/trimestre pour l'Europe ex-UK.

→ Les secteurs les plus à même de se lancer dans des opérations de M&A sont entre autres :

- Les financières, gestionnaires de fortune ou sociétés de private equity, les uns grâce à la hausse des commissions de conseil/d'intermédiation, les autres en raison de valorisations boursières en amélioration (exemple : Wells Fargo) ;

- Les pharmaceutiques américaines qui disposent d'importants bénéfices à l'étranger et ne souhaitent pas les rapatrier (illustration : Pfizer, AstraZenaca) ;
- Les sociétés informatiques qui veulent sécuriser de nouvelles technologies développées par d'autres (Google, Nest Labs, Face-book, WhatsApp) ;
- Les télécommunications qui ont de faibles perspectives de croissance dans un marché où les prix baissent (Altice, SFR).

Europe Ex-UK : Indicateur de M&A potentielles



Source: Macquarie Research, Dealogic, FactSet, April 2014

LES VÉHICULES D'INVESTISSEMENT

→ La thématique des opérations financières peut être gérée

- via des **OPC qui misent sur les OPA** : en général un panier de valeurs opérables qui ne bouge qu'au gré des opérations effectivement réalisées ;
- via des **OPC d'arbitrage sur les OPA/OPE en cours**.

L'OPCVM **KBL Richelieu Spécial** (FR0007045737 Part C – FR0010906321 Part I) peut aussi offrir un moyen de bénéficier de ce cycle. Il s'agit d'un **OPCVM de stock picking (long only)** en actions européennes ouvert à tous les types d'opérations financières (OPA, restructurations capitalistiques, cessions d'actifs, scissions, fusions, retraits de la cote, rachats d'actions...). Mais au-delà de la thématique actuellement très porteuse au vu du nombre d'opérations de grande envergure annoncées ces derniers mois, l'OPCVM ne bénéficie pas que d'un contexte favorable aux OPA. En effet, selon les circonstances, il peut sélectionner des valeurs d'un type plus défensif (par exemple, celles mettant en place des programmes de rachats d'actions, de cessions d'actifs...) ou plus offensif (cibles d'OPA, acquisitions transformatrices, etc...).

Les gestionnaires considèrent que l'opération financière est un moyen, le catalyseur qui pourrait permettre la revalorisation du titre, mais n'est en aucun cas une finalité. En effet, pour chaque titre en portefeuille, un objectif de cours est déterminé sur la base

d'un critère prépondérant tel que les multiples observés dans les transactions industrielles similaires. Grâce à sa discipline de gestion très active, l'OPCVM offre un style décorrélé des grands indices et trouve sa place à côté d'une gestion plus passive.

SÉLECTION DES VALEURS

La sélection de valeurs repose sur une analyse fondamentale afin de déterminer si la société étudiée et sa «situation spéciale» sont correctement évaluées par le marché. Elle se base également sur une analyse sectorielle afin de déterminer par exemple les secteurs pour lesquels la consolidation est un véritable enjeu. Ainsi, les secteurs de la santé ou des telecoms, très gourmands en investissements et donc identifiés depuis plus d'un an comme les principaux candidats à la consolidation sont les plus représentés dans le portefeuille.

La sélection est un travail d'équipe. Les 2 gérants de l'OPCVM peuvent ainsi s'appuyer sur les idées de l'ensemble de l'équipe

de gestion actions. L'analyse s'appuie quant à elle sur plus de 500 rencontres de dirigeants par an, qui permettent de comprendre leur stratégie industrielle respective et d'essayer d'anticiper quelle opération spéciale pourrait avoir du sens, à quelle échéance et quelle réappréciation boursière pourrait en découler. Le travail d'analyse est donc au cœur de la sélection et la discipline basée sur l'évaluation faite en interne au cœur de la gestion.

→ Performances historiques

Comme signalé ci-avant, l'OPCVM étant décorrélé par rapport aux grands indices, sa performance n'est pas non plus alignée sur ceux-ci. Les données ci-après illustrent que depuis sa création en mai 2000, KBL Richelieu Spécial affiche une performance annualisée supérieure à l'indice Stoxx 50 Europe. En outre, sa volatilité est historiquement moins élevée sur des périodes de 1, 3 et 5 ans.

HISTORIQUE DE PERFORMANCES KBL RICHELIEU SPÉCIAL AU 30/05/2014

Performances	glissantes					annualisée Création*	Performances annuelles				
	YTD	1 an	3 ans	5 ans			2013	2012	2011	2010	2009
KBL Spécial C	3,44 %	13,73 %	22,04 %	62,17 %	4,61 %		21,89 %	13,02 %	-9,32 %	9,80 %	21,23 %
Stoxx Europe 50	6,02 %	14,23 %	27,94 %	65,45 %	0,48 %		17,10 %	12,98 %	-5,11 %	2,18 %	27,57 %

Statistiques			
	1 an	3 ans	5 ans
Volatilité KBL Spécial C	10,34 %	14,06 %	13,75 %
Volatilité Stoxx Europe 50	12,21 %	15,85 %	16,94 %
Ratio de sharpe	1,28	0,50	0,68
Alpha	0,08	-0,01	0,04
Bêta	0,73	0,82	0,74

EUROPERFORMANCE
SIP, FUNDERS
données calculées au 30/05/2014
indice fourni avec dividendes réinvestis

Indicateur de référence: CAC 40 du 12 mai 2000 au 29 janvier 2010, puis Stoxx Europe 50.

* Création OPCVM : 12 mai 2000



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

KBL Richelieu Spécial, principalement investi en actions, présente notamment un risque de perte en capital. Toute souscription doit se faire après avoir consulté le DICI et/ou le prospectus disponibles sur simple demande auprès de KBL Richelieu Gestion ou sur le site Internet www.kblrichelieu.com

Ce document non contractuel, uniquement destiné à un usage professionnel, ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement personnalisé, il est conçu exclusivement à des fins d'information.