

Trump 2.0

Un nouveau
souffle pour
les stratégies de
merger arbitrage ?



FÉVRIER 2025

Communication publicitaire

EXPLORE

À propos des auteurs.

Felix Schlang

Portfolio Manager –
Risk Arbitrage



Félix Schlang est gérant de fonds de *merger arbitrage* chez Candriam depuis 2020.

En 2019, il a commencé à travailler chez Louis Capital en tant qu'assistant courtier. Il a rejoint Candriam en 2020 en tant qu'assistant gérant de fonds, avant de devenir gérant de fonds en 2021 au sein de l'équipe *Risk arbitrage*.

Il est titulaire d'une licence en Mathématiques-Economie-Finance-Actuariat, ainsi que d'un master en Ingénierie statistique et financière de l'Université Paris Dauphine.

Bertrand Dardenne

Head of Risk Arbitrage –
Alternative Investments Platform



Bertrand Dardenne a rejoint Candriam en 2023 en tant que Head of Risk Arbitrage au sein de la plateforme Alternative Investments

Auparavant, il a occupé divers postes dans le *merger arbitrage* pendant plus de dix ans, comme analyste et gérant de portefeuille pour le compte de hedge funds au Royaume-Uni et en France, notamment Burren Capital, Laffitte Capital et CIAM. Il a également travaillé dans l'équipe négociation de JPMorgan.

Bertrand a un Master en Finance de Solvay Business School à Bruxelles.

Table des matières.

Résumé	04	3. Quand la Maison Blanche donne le Feu Vert	16
Introduction	06	3.1. L'impact des résultats des élections américaines sur les opérations de fusion-acquisition	16
1. Les moteurs de performance des stratégies de <i>merger arbitrage</i>	07	3.2. Analyse empirique des <i>spreads</i> pendant les périodes d'élections aux Etats-Unis	17
1.1 L'objectif des stratégies de <i>merger arbitrage</i>	07	3.3. Analyse du taux d'échec	19
1.2. Les <i>spreads</i> de <i>merger arbitrage</i> , moteurs de performance des stratégies de <i>risk arbitrage</i>	11	3.4. Impact sur le nombre de transactions annoncées	22
2. Quels sont les facteurs qui influent sur les <i>spreads</i> ?	12	3.5. La situation en 2024	23
2.1. Risques associés aux opérations de fusion-acquisition	12	2025 : Un vent propice pour le <i>merger arbitrage</i>	26
2.2. Rôle de l'arbitragiste	13		
2.3. Anatomie des échecs	14		

Résumé.

Résumé.

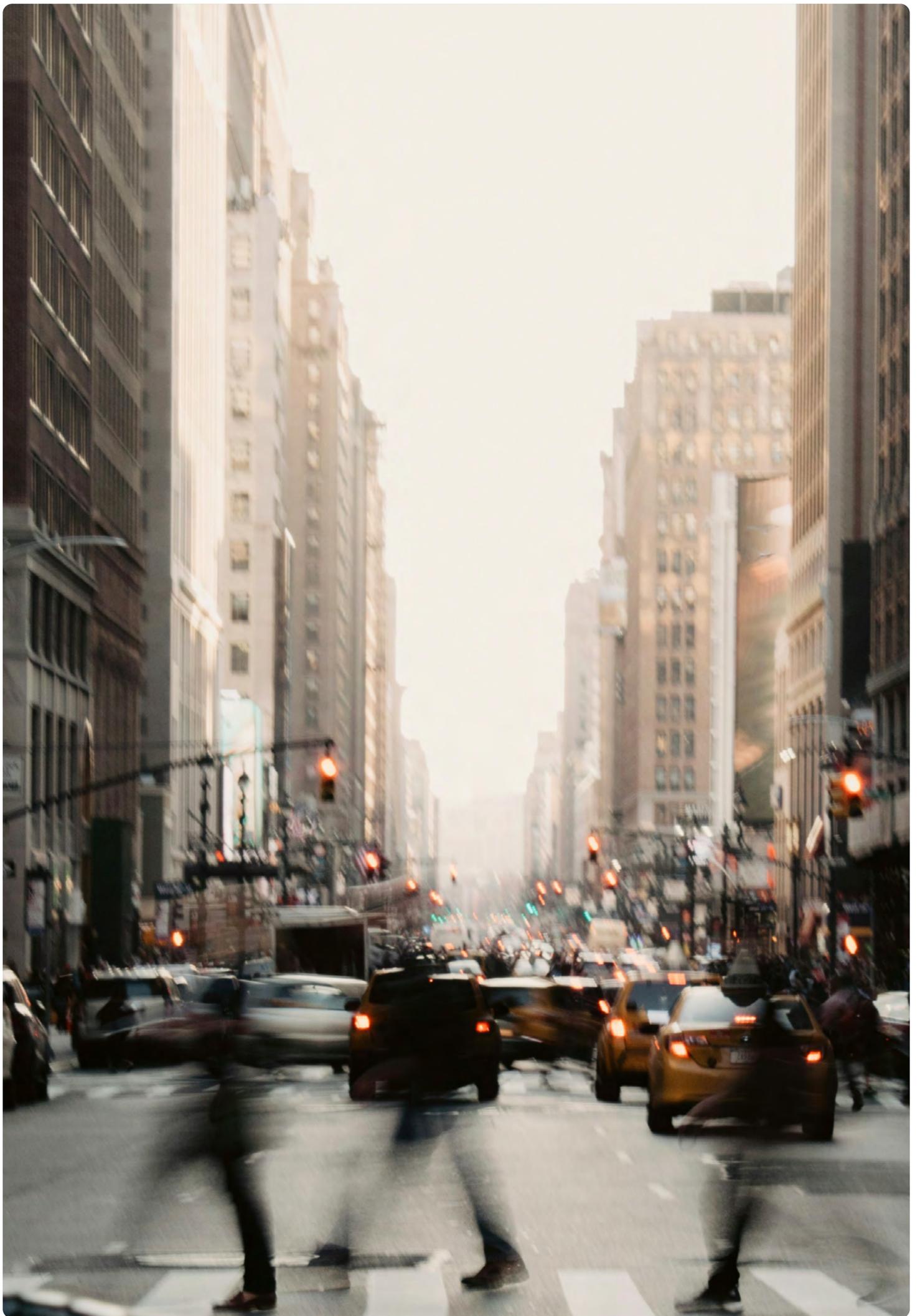
Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche soulève de nombreuses interrogations, notamment sur l'impact de sa politique sur l'économie et les marchés financiers. Les stratégies de *merger arbitrage*, qui se focalisent sur les opérations de fusions-acquisitions, ne sont pas en reste. Que peut-on attendre de cette nouvelle administration ? Quels défis et opportunités se profilent à l'horizon ?

Dans ce papier, nous détaillons le fonctionnement des stratégies de *merger arbitrage* et de leur principal moteur de performance, les *spreads* (l'écart entre le prix proposé par l'acquéreur et le cours de la cible sur le marché). Nous analysons ensuite la relation, sur les vingt-cinq dernières années, entre les résultats des élections américaines et les opérations de fusion-acquisition, leur taux d'échec et leur *spread*. Nos observations montrent qu'au cours des mandats républicains :

- le nombre de transactions tend à augmenter ;
- les politiques anticoncurrentielles sont moins contraignantes ;
- le taux d'échec des opérations est plus élevé ;
- au lendemain des élections, les *spreads* tendent à se resserrer.

En ce début 2025, la nouvelle présidence républicaine devrait favoriser une reprise notable de l'activité de fusion-acquisition, ouvrant ainsi la voie à de nombreuses opportunités d'investissement pour les stratégies de *merger arbitrage*. L'environnement risque toutefois de rester complexe, marqué par un niveau de risque et un taux d'échec non négligeables sur les transactions.

Nous abordons cette année avec enthousiasme : notre méthode rigoureuse d'analyse des dynamiques de marché et des paramètres spécifiques des opérations, renforcée par nos 15 années d'expérience cumulée sur ces stratégies, sont des atouts de taille pour exploiter au mieux les opportunités dans un environnement stimulant et exigeant.



Intro-

Introduction.

Les stratégies de *merger arbitrage* (arbitrage de fusions-acquisitions), également appelées stratégies de *risk arbitrage*, sont des stratégies à rendement absolu qui consistent essentiellement à investir dans des entreprises impliquées dans des opérations de fusions-acquisitions, dans l'objectif de profiter d'une différence entre le prix offert pour le rachat et celui observé sur le marché. Ces stratégies offrent historiquement des rendements faiblement corrélés aux marchés.

L'environnement joue un rôle essentiel dans l'évolution des prix : niveau des taux d'intérêt, phase du cycle économique, environnement géopolitique, sentiment des investisseurs, ... Le cycle des fusions-acquisitions lui aussi est influencé par des éléments macroéconomiques – rythme de croissance, niveau des taux d'intérêt, conditions de liquidité, stabilité monétaire –, mais également réglementaires et politiques : stabilité politique, confiance dans le cadre juridique, politique fiscale, contexte réglementaire. Les fusions-acquisitions sont également soumises à des risques idiosyncratiques associés à la réalisation des transactions.

L'année 2024 a été chargée au niveau électoral avec 76 pays se rendant aux urnes. Parmi toutes ces élections, celles aux Etats-Unis ont occupé le devant de la scène – l'occasion pour nous de nous interroger précisément sur l'impact des élections américaines sur les stratégies de *merger arbitrage*. L'entrée en fonction imminente de Donald Trump au poste de président américain est-elle une bonne ou une mauvaise nouvelle pour ces stratégies ? **La Maison Blanche donnera-t-elle le feu vert pour le *merger arbitrage* ?**

Dans ce papier, nous rappelons les principes des stratégies de *merger arbitrage*, leurs moteurs de performance, et leurs zones spécifiques de risque. Puis, nous analysons les *spreads* dans les deux configurations : président républicain et président démocrate. A l'aune de cette analyse, nous montrons que l'élection de Donald Trump, candidat républicain, pro-*business* et favorable à la déréglementation, devrait être un élément positif pour l'activité de fusions-acquisitions, et offrir aux gérants de *merger arbitrage* de nombreuses opportunités de générer des profils rendement-risque intéressants pour les investisseurs.

1. Les moteurs de performance des stratégies de *merger arbitrage*.

1.1. L'objectif des stratégies de *merger arbitrage*

L'arbitrage de fusions (« *merger arbitrage* », ou « *risk arbitrage* ») est une stratégie d'investissement à rendement absolu qui consiste essentiellement à **investir dans des entreprises impliquées dans des opérations de fusions-acquisitions, dans l'objectif de profiter de la différence existant habituellement entre le prix offert pour le rachat et celui observé sur le marché.**

A l'annonce d'une transaction, l'acquéreur potentiel communique au marché son intention d'achat sur la société, et le prix qui a été convenu entre les parties pour cette opération. Dès lors, le prix de l'action de la société cible suit une évolution qui ne dépend plus des mouvements de marché (on dit qu'elle est décorrélée) mais qui est liée aux risques idiosyncratiques associés à la transaction (risques de nature financière et opérationnelle, inhérents à l'étape d'intégration). Ce prix tend naturellement à se rapprocher de ce prix d'offre, bien qu'il ne l'atteigne pas toujours exactement. Cet écart s'explique par les risques d'échec de l'opération.

On trouve trois types d'opérations.

1.1.1. Les trois types d'opérations

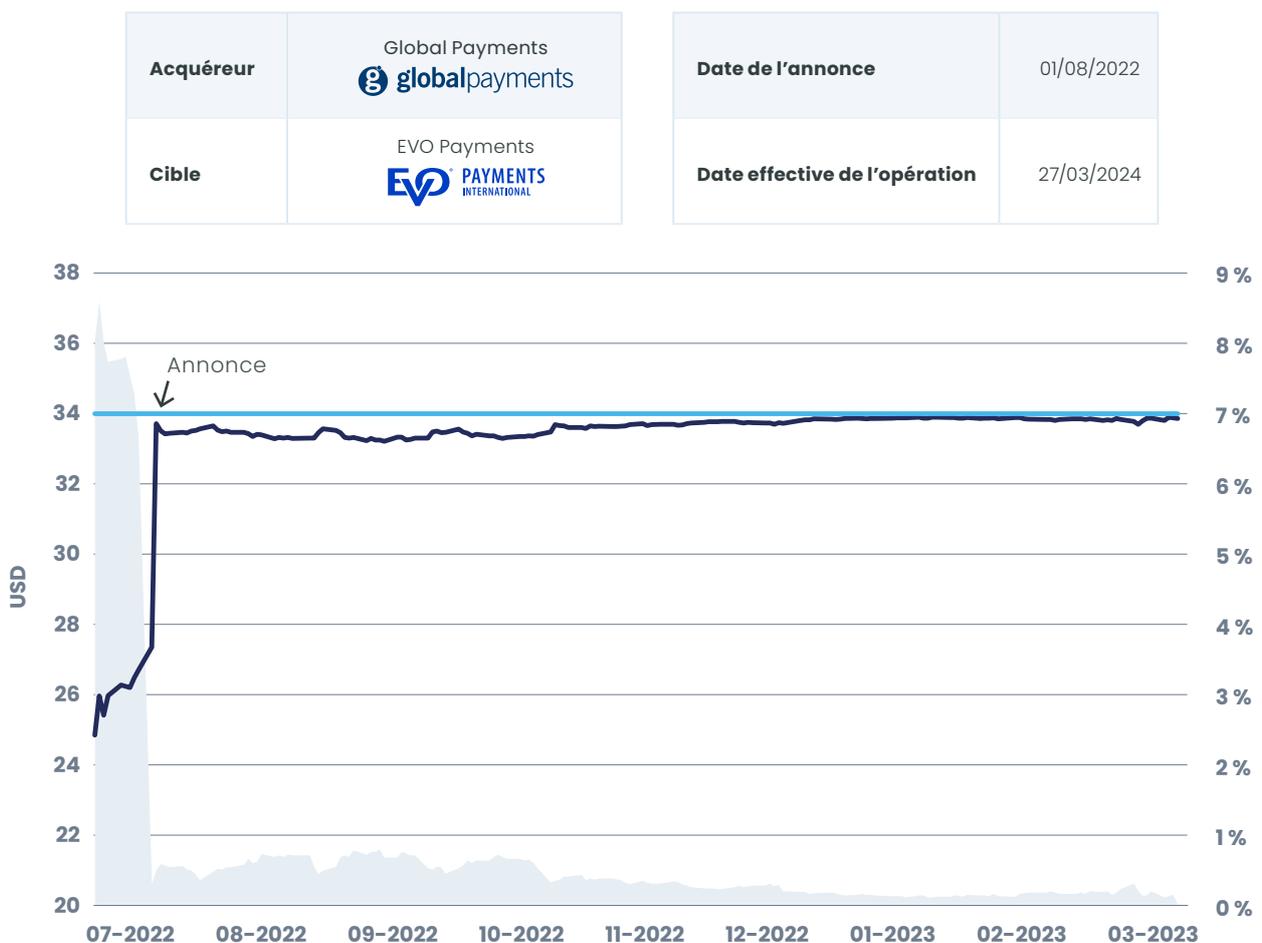
Les Offres Publiques d'Achat (OPA)

Une Offre Publique d'Achat (OPA) est une opération par laquelle une entreprise ou un investisseur propose d'acheter la totalité ou une partie significative des actions d'une autre entreprise cotée en bourse, à un prix en cash (paiement comptant) généralement supérieur à celui du marché. L'objectif de l'OPA est souvent de prendre le contrôle de l'entreprise cible. On observe qu'une fois l'opération annoncée, le prix de l'action va se rapprocher du prix de l'offre sans toutefois l'atteindre.

Illustration 1:

Evolution du prix de l'action de la société cible de l'OPA autour de l'annonce

■ Spread (droite) ● Cours de l'action — Prix offert



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Source : Candriam, Bloomberg. Exemple de sociétés en portefeuille.

Les Offres Publiques d'Echange (OPE)

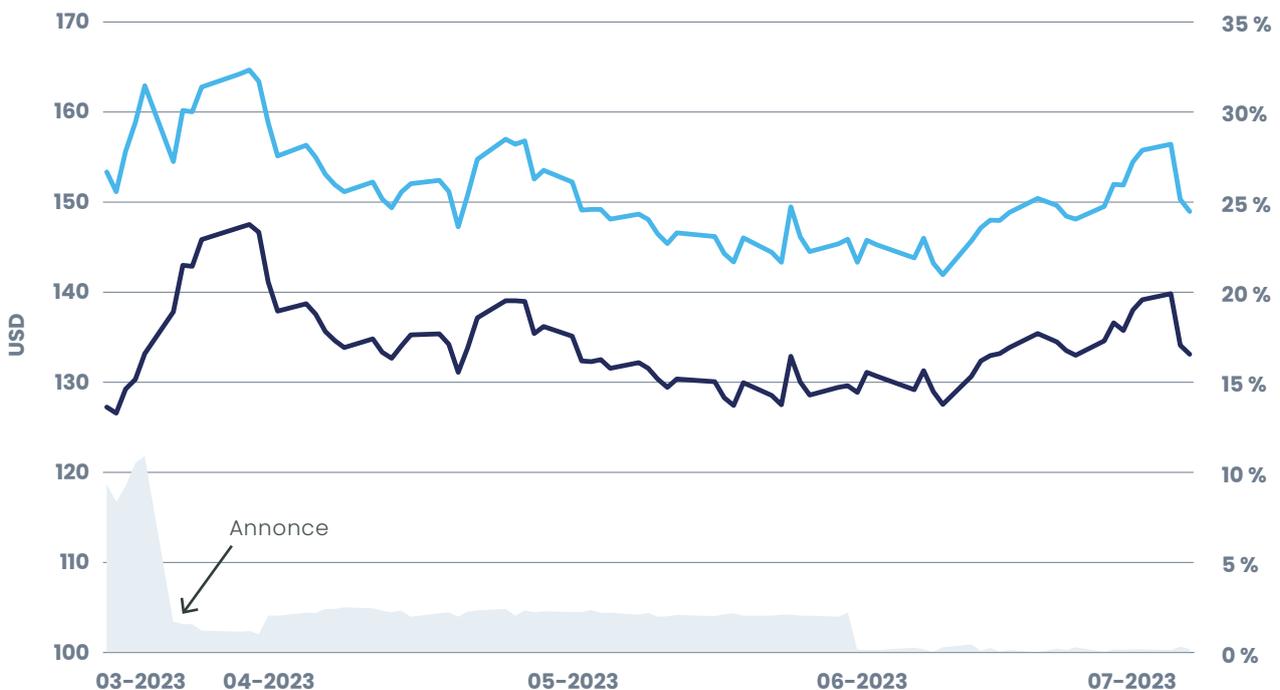
L'Offre Publique d'Echange (OPE) est une opération financière par laquelle une entreprise, initiatrice de l'offre, propose aux actionnaires d'une autre société d'échanger leurs actions contre les siennes, au lieu de les racheter en argent comptant comme dans une OPA. Dans ce cas, les actionnaires de la société cible reçoivent des actions de la société acquéreuse selon un ratio d'échange prédéterminé - par exemple, deux actions de la société acquéreuse pour chaque action de la société cible.

Illustration 2 :

Evolution du prix des actions des sociétés cible et acquéreuse autour d'une l'annonce d'OPE

- Spread (droite)
- Cours de l'action Life Storage
- Cours de l'action ExtraSpace Storage

Acquéreur	ExtraSpace Storage 	Date de l'annonce	03/04/2023
Cible	Life Storage 	Date effective de l'opération	20/07/2023



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Source : Candriam, Bloomberg. Exemple de sociétés en portefeuille.

Les Offres Publiques Mixtes (OPM)

Une Offre Publique Mixte (OPM) est une opération financière combinant à la fois une OPA et une OPE. L'acquéreur propose aux actionnaires de la société cible une partie de la contrepartie en numéraire, comme dans une OPA, et une autre partie en actions de l'acquéreur, comme dans une OPE.

1.1.2. Trois scénarios possibles

Ces trois types d'opérations définissent les conditions de l'opération de fusion-acquisition. Plusieurs conditions doivent être remplies pour que l'opération soit effective, ce qui peut prendre plusieurs mois, voire années. Quatre issues sont dès lors possibles :

- l'opération est complétée dans les termes annoncés,
- l'opération est annulée à cause d'une condition non remplie,
- les termes de l'offres sont revus à la baisse et l'opération est complétée,

ou

- l'opération est complétée dans de meilleurs termes que ceux annoncés au départ.



1.2. Les *spreads* de merger arbitrage, moteurs de performance des stratégies de risk arbitrage

Comme abordé précédemment, après l'annonce de l'opération le prix de l'action se rapproche du prix de l'offre mais ne l'atteint pas : **cette différence entre le prix offert et le cours de la cible sur le marché est appelée le « *spread* de merger arbitrage ».**

- Dans le cas d'une OPA, ce *spread* est simplement la différence entre le prix de l'offre au comptant et le cours de l'action.
- Dans le cas d'une OPE, le prix de l'offre n'est pas fixe, car il varie avec le cours de l'action de l'acquéreur. Ainsi, le *spread* est égal à la différence entre le ratio d'échange proposé, multiplié par le cours de la société acquéreuse, et le cours de l'action de la société cible.
- Dans le cas d'une OPM, c'est un mélange des deux cas précédents.

Plus le risque d'échec de la transaction est jugé élevé par le marché, par exemple en raison de non-obtention de l'approbation réglementaire, plus le *spread* est important.

Le rôle du gérant d'un fonds de *merger arbitrage* consiste à étudier les transactions, leur probabilité de succès et les risques associés, pour déterminer la rémunération (le *spread*) qu'il juge appropriée, qu'il compare au *spread* observé sur le marché. S'il juge que le rapport risque/ rendement de la transaction est favorable par rapport à la rémunération de la trésorerie sur le marché monétaire, il investit.

Dans le cadre d'une OPA, la stratégie consiste à acheter l'action de l'entreprise cible, tandis que dans le cadre d'une OPE ou OPM nous achetons l'action de l'entreprise cible et vendons celle de l'acquéreur dans le ratio annoncé.

Dans une opération de fusion-acquisition, de nombreux paramètres entrent en jeu qui peuvent modifier les conditions de l'opération et en compromettre la finalisation. Les *spreads* étant le reflet de différentes configurations, ils peuvent varier de manière significative en fonction de multiples paramètres. Passons-les en revue.

Quels sont les facteurs qui influent sur les spreads ?

2. Quels sont les facteurs qui influent sur les *spreads* ?

2.1. Risques associés aux opérations de fusion-acquisition

Les principaux facteurs qui influent sur le *spread* sont liés aux **risques relatifs aux opérations de fusion-acquisition**.

En effet, une fois la transaction annoncée, elle doit remplir un certain nombre de conditions avant que l'opération ne soit finalisée. Ces conditions sont au nombre de cinq :

- **L'accord des actionnaires** : la transaction doit être approuvée par les actionnaires de la société cible. Cet accord peut prendre différentes formes selon la juridiction et les contrats régissant les transactions : un vote « pour » aux Etats-Unis, accord de la majorité des actionnaires dans la plupart des cas. Dans le cas d'une offre en actions, les actionnaires de la société acquéreuse doivent parfois aussi approuver la transaction de leur côté.
- **Le financement** : le risque de financement dans le cadre d'une opération de fusion-acquisition, reflète l'incertitude liée à la capacité de l'acquéreur à obtenir les fonds nécessaires pour financer l'opération. Ce risque peut découler de facteurs affectant directement ou indirectement la viabilité financière de la transaction.
- **L'approbation du conseil d'administration de la société cible** : dans le cas d'une transaction recommandée – nous expliquons cette condition plus loin – on parle d'une offre amicale, sinon elle est appelée hostile. Une offre amicale a davantage de probabilités d'aboutir, les deux parties travaillant ensemble à la réussite de l'opération et étant plus enclins à trouver un terrain d'entente en cas de désaccord.

- **L’approbation des autorités réglementaires** : toute fusion-acquisition est soumise à un risque réglementaire relatif à l’incertitude liée à l’approbation ou au rejet de la transaction par les autorités réglementaires – ce risque étant susceptible de perturber, retarder voire annuler la transaction. Certains secteurs en effet sont soumis à des réglementations spécifiques qui nécessitent des autorisations de la part des autorités du secteur (les télécommunications, l’énergie, la finance, la défense). De plus, les gouvernements peuvent être amenés à intervenir pour bloquer ou imposer des conditions à une acquisition, notamment lorsque l’acquéreur est une entité étrangère – et plus particulièrement dans les secteurs stratégiques comme la technologie, les infrastructures critiques ou la défense.
- **L’autorisation des autorités de la concurrence** : celles-ci évaluent si l’opération risque de perturber voire réduire la concurrence dans un ou plusieurs marchés, notamment en créant ou en renforçant une position dominante, ou en menant à des pratiques anti-concurrentielles (ententes). Si une fusion est jugée comme susceptible de déséquilibrer la situation concurrentielle, les autorités peuvent bloquer l’opération ou exiger une modification de ses conditions, par exemple la cession de certains actifs de la société cible ou de l’acquéreur.

Un sixième risque s’ajoute, celui de la survenue d’un évènement imprévisible dans l’intervalle entre l’annonce de la transaction et sa clôture, comme un incendie dans une usine, une épidémie, qui impacte matériellement les activités opérationnelles de la société cible. Dans ce cas, l’acquéreur peut être amené à annuler la transaction. Notons cependant que la plupart des contrats de fusion-acquisition comporte une clause excluant nombre de ces évènements (conflit, phénomènes météorologiques...).

Toute difficulté rencontrée lors de l’une de ces étapes est susceptible de mettre en péril l’opération. **Le spread reflète le niveau de risque perçu par le marché, sur l’ensemble de ces conditions.**

2.2. Rôle de l’arbitragiste

Dès lors, le rôle de l’arbitragiste est d’évaluer la probabilité de réussite d’une opération en fonction de l’environnement économique, juridique, et des différents risques. Il construit le portefeuille en fonction de son niveau de conviction sur les différentes opérations et de leur couple risque rendement associé.

2.3. Anatomie des échecs

Toutes les transactions de fusion-acquisition n'aboutissent pas. Selon nos observations, **le taux d'échec est de 5 % en moyenne**¹. Le taux est plus élevé (12 %) pour les opérations complexes nécessitant une approbation des autorités réglementaires et des autorités de la concurrence.

Analysons leurs processus, pour comprendre par quel mécanisme ils peuvent impacter la durée des opérations et donc les *spreads*.

Aux Etats-Unis, trois organisations principales ont le pouvoir de bloquer une opération de fusion-acquisition : la **Federal Trade Commission** (FTC – Commission fédérale du commerce), la **division antitrust du Department of Justice** (DOJ – Ministère de la Justice) et le **Committee for Foreign Investment in the US** (CFIUS – Comité pour l'investissement étranger aux États-Unis).

Les entreprises impliquées dans une opération de fusion ou d'acquisition doivent notifier le DOJ et la FTC en vertu de la **loi Hart-Scott-Rodino** (HSR)² si la transaction dépasse certains seuils financiers. **Une fois la notification faite, la FTC et le DOJ ont 30 jours pour évaluer si la transaction soulève des préoccupations antitrust**, notamment en analysant ses impacts sur la concurrence. Si à la fin de cette première phase des doutes subsistent, une des deux organisations peut demander un examen prolongé pour évaluer les impacts concurrentiels (« second request »). S'ensuit alors une période de discussion entre les parties afin de permettre à l'organisation concernée d'approfondir son analyse. Cette période dure généralement autour de 6 mois. A l'issue de cette période, s'ils estiment qu'il y a un problème concurrentiel, la FTC ou le DOJ peuvent proposer, voire exiger, des concessions pour permettre la transaction, comme la cession d'actifs ou des engagements sur des pratiques futures. En cas de non-satisfaction, ils peuvent intenter une action en justice pour bloquer la transaction, et un juge sera chargé de déterminer si la transaction peut avoir lieu ou non.

Le CFIUS (Committee on Foreign Investment in the United States), quant à lui, **est chargé d'examiner les investissements étrangers aux États-Unis** pour évaluer leur impact potentiel sur la sécurité nationale. Créé en 1975, son rôle est devenu plus central et visible au fil des années, en particulier avec l'augmentation des investissements étrangers dans des secteurs sensibles.

1 - Source : Observations Candriam sur des données Bloomberg entre 1992 et 2024.

2 - Cette loi antitrust a été adoptée en 1976 et impose un examen par les autorités publiques américaines des projets de regroupements de sociétés pouvant avoir un effet sur l'économie et les consommateurs américains. Par cette loi, les autorités cherchent à éviter la création d'entreprises à tendance monopolistique, pour sauvegarder les intérêts des consommateurs et la libre concurrence.



Le processus d'examen comporte plusieurs étapes :

- **La notification** : elle peut être volontaire si les parties impliquées dans l'opération estiment que l'opération pourrait soulever des préoccupations ; elle est obligatoire depuis 2018 (loi FIRRMA – Foreign Investment Risk Review Modernization Act³) pour certaines transactions, notamment dans des secteurs critiques.
- **L'examen initial** : le CFIUS dispose de 30 jours pour analyser la transaction et identifier les risques potentiels pour la sécurité nationale.
- **L'enquête approfondie** : si des préoccupations subsistent, une enquête approfondie de 45 jours est menée pour évaluer les implications de la transaction.
- **La recommandation au président** : si le comité estime qu'une transaction constitue une menace sérieuse, il peut recommander au président des Etats-Unis de bloquer ou d'annuler l'opération. Le président a le pouvoir final de décision.

La plupart des pays disposent d'organismes similaires à ceux existant aux Etats-Unis. Ainsi, la Commission Européenne ou la State Administration for Market Regulation (SAMR – Administration d'Etat pour la régulation du marché) ont les mêmes prérogatives que la FTC et le DOJ, respectivement dans l'Union Européenne et en Chine. Ainsi ces organismes peuvent eux aussi bloquer une opération, même impliquant des entreprises américaines, si les revenus générés dans leur juridiction dépassent un certain seuil.

Maintenant que nous avons passé en revue le processus d'examen, et précédemment les différents risques qui peuvent compromettre la bonne finalisation des opérations, il est intéressant d'examiner, dans le contexte actuel, dans quelle mesure l'élection du nouveau président des Etats-Unis peut être une bonne nouvelle pour le marché du *merger arbitrage*.

3 - Cette loi est destinée à maîtriser les investissements étrangers aux Etats-Unis.

Quand la

Maison Blanche

3. Quand la Maison Blanche donne le Feu Vert.

3.1. L'impact des résultats des élections américaines sur les opérations de fusion-acquisition

Plantons le décor : la **Federal Trade Commission** est dirigée par cinq commissaires – dont son président – **nommés par le président américain** et confirmés par le sénat, dont trois maximum peuvent être issus du même parti politique. Chaque commissaire a un mandat de sept ans, ce qui permet d'éviter les renouvellements brutaux au moment des élections présidentielles. Il n'en reste pas moins que les nouveaux présidents ont tendance à nommer des commissaires qui reflètent leurs priorités politiques dès que des postes se libèrent. Ainsi, bien que la FTC soit une agence indépendante du gouvernement, le président a une influence significative sur la direction et les priorités de l'agence à moyen terme. Il est d'ailleurs de coutume que le président de la FTC démissionne si le parti qu'il représente n'est pas réélu.

Du côté du **Department of Justice**, sa **division antitrust est dirigée par un « assistant attorney general »** (procureur général adjoint) **nommé par le président** et confirmé par le sénat ; le président peut donc nommer à ce poste une personne partageant ses vues en matière de politique concurrentielle.

Et enfin, avec le **Committee for Foreign Investment in the US**, **le président américain peut bloquer** toute opération impliquant un acheteur non américain.

La politique étrangère du président peut aussi avoir une influence sur l'achèvement des opérations. En effet, comme nous l'avons vu précédemment, si l'entreprise cible réalise un certain montant de revenus dans une autre

juridiction, elle doit recevoir l'approbation de cette juridiction pour compléter l'opération. Les relations diplomatiques entre pays perturbent parfois la conclusion des fusions/acquisitions. Nous l'avons vu par exemple en 2022, lorsque le rachat de Rogers Corp par DuPont de Nemours, n'ayant pas reçu l'approbation de la SAMR (autorité chinoise) avant la date butoir du 1^{er} novembre, a été avortée, conduisant DuPont à verser à Rogers une pénalité de 162,5 millions de dollars. Plus récemment c'est le président sortant Joe Biden qui a usé de son pouvoir dans le cadre de la réglementation CFIUS pour bloquer le rachat du leader américain de l'acier US Steel par son homologue Japonais Nippon Steel au nom des intérêts économiques et sécuritaires du pays⁴.

Bien que les agences soient indépendantes, il apparaît clairement que la politique plus ou moins libérale prônée par le président et sa position sur les relations diplomatiques peuvent avoir une influence sur les opérations de rapprochement entre les entreprises.

3.2. Analyse empirique des *spreads* pendant les périodes d'élections aux Etats-Unis

Voyons s'il existe une relation entre l'évolution des *spreads* au moment des élections américaines et le parti du président élu.

Illustration 3 :

Etats-Unis : Opérations de fusion-acquisition impliquant des sociétés cibles américaines au moment des élections, et président élu

Année de l'élection	Nombre d'opérations*	Président élu	Parti du président élu
2000	66	George W. Bush	Républicain
2004	33	George W. Bush	Républicain
2008	29	Barack Obama	Démocrate
2012	35	Barack Obama	Démocrate
2016	62	Donald Trump	Républicain
2020	38	Joe Biden	Démocrate

* Les opérations sont toutes celles qui étaient actives au moment de l'élection et qui sont investissables pour notre stratégie (ayant une capitalisation boursière et un volume d'échange journalier suffisants).

Source : Bloomberg.

4 – Source : Biden Blocks Takeover Bid of U.S. Steel by Japan's Nippon, The New York Times. <https://www.nytimes.com/2025/01/03/us/politics/us-steel-nippon-biden.html>

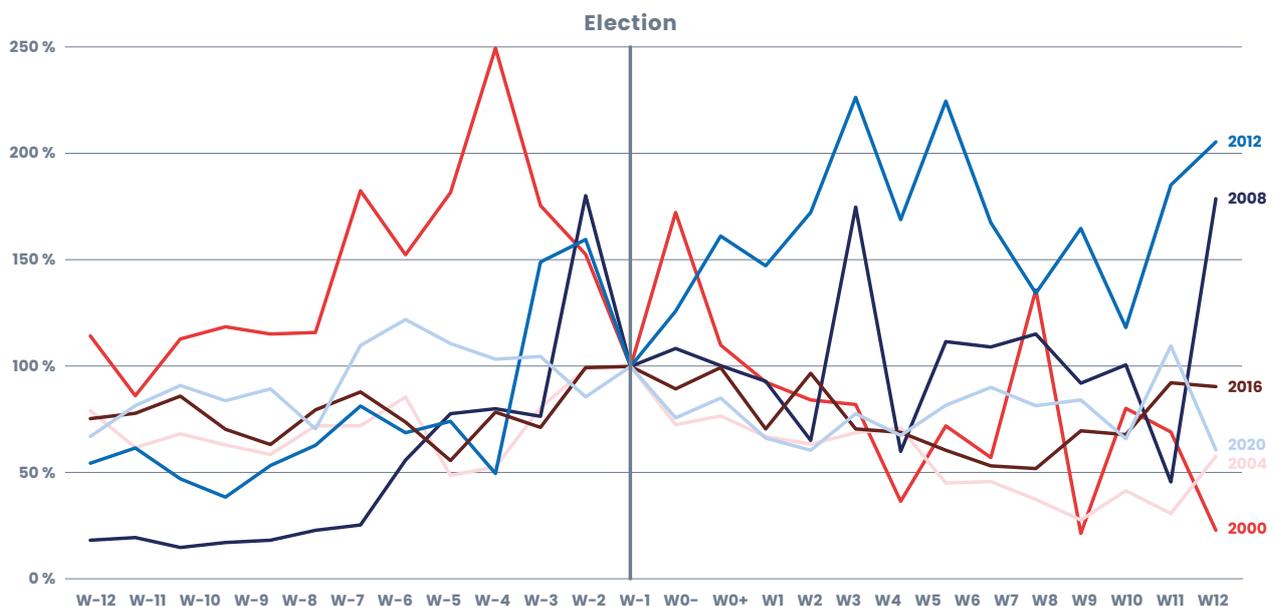


La politique plus ou moins libérale prônée par le président et sa position sur les relations diplomatiques peuvent avoir une influence sur les opérations de rapprochement entre les entreprises.

Le graphique suivant représente les *spreads* médians des opérations sur une base hebdomadaire normalisés par rapport aux *spreads* médians le jour de l'élection, chaque année d'élection depuis 2000 (une donnée par semaine sur une période de 6 mois autour de l'élection, 3 mois avant et 3 mois après).

Illustration 4 :

Etats-Unis : Variation des *spreads*, en base hebdomadaire, sur les 6 mois autour de l'élection



Source : Candriam, Bloomberg.

On peut voir dans le graphique que **les *spreads* ont tendance à se resserrer en 2000 et 2004 (années de victoire républicaine), et à s'écarter en 2008 et 2012 (années de victoire démocrate)**. Ils restent relativement stables en 2016 et 2020. Nous pouvons relier cela aux positions plus libérales des candidats républicains, qui sont généralement vues comme favorables pour les opérations de fusion-acquisition.



3.3. Analyse du taux d'échec

Examinons le taux d'échec des opérations de fusion-acquisition aux Etats-Unis au moment des élections présidentielles.

Illustration 5 :

Etats-Unis : Taux et nombre d'échecs des opérations les années d'élections

Année de l'élection	Nombre d'opérations *	Nombre d'échecs	Taux d'échec	Parti du président élu
2000	66	5	7,6 %	Républicain
2004	33	3	9,1 %	Républicain
2008	29	4	13,8 %	Démocrate
2012	35	2	5,7 %	Démocrate
2016	62	7	11,3 %	Républicain
2020	38	1	2,6 %	Démocrate

* Les opérations sont toutes celles qui étaient actives au moment de l'élection et qui sont investissables pour notre stratégie (ayant une capitalisation boursière et un volume d'échange journalier suffisants).

Source : Candriam, Bloomberg.

Le taux d'échec des opérations a tendance à être plus élevé sous un président républicain que sous un président démocrate – sauf en 2008, qui fut une année très particulière à cause de la crise des subprimes.

Illustration 6 :

Etats-Unis : Détail des 22 échecs d'opérations de fusion-acquisition entre 2000 et 2020

Cible	Acquéreur	Date de l'annonce	Date de fin de l'opération / expiration	Raison de l'échec de l'opération
Tyson Fresh Meats Inc	Credit Suisse USA LLC	10/02/2000	01/01/2001	Acquisition
Honeywell International Inc	General Electric Co	23/10/2000	10/02/2001	Blocage par la Commission Européenne
Empire District Electric Co/Th	Energy Missouri W.	05/11/1999	01/02/2001	Réglementation & expiration
Pinnacle Entertainment Inc/Old	Colony Capital LLC	03/08/2000	23/01/2001	Financement
Entergy Corp	NextEra Energy Inc	31/07/2000	04/02/2001	Problème dans la gestion du pro forma
KP Pharmaceuticals LLC	Mylan NV	26/07/2004	27/02/2005	Opposition des actionnaires de l'acquéreur
Prime Group Realty Trust	Prime/ Mansur Invest	27/10/2004	11/10/2004	Financement
UNS Energy Corp	Consortium	24/11/2003	30/12/2004	Rejet par la Arizona Corporation Commission
Alpha Natural Resources Inc	Cleveland-Cliffs Inc	16/07/2008	17/11/2008	Conflit autour du report de l'AGE
BCE Inc	Consortium	30/06/2007	12/11/2008	Financement
Landry's Inc	Management buyout	18/10/2008	01/11/2009	Conditions de marché/ financement
Constellation Energy Group Inc	Berkshire Hathaway	18/09/2008	17/12/2008	Offre de rachat concurrente
Bluegreen Vacations Corp	Diamond Resorts	18/06/2012	04/03/2013	Offre de rachat concurrente
Schiff Nutrition International	Bayer AG	30/10/2012	15/11/2012	Offre de rachat concurrente
Cigna Group/ The	Elevance Health Inc	24/07/2015	14/02/2017	Bloqué par le DOJ
Humana Inc	Aetna Inc	07/03/2015	14/02/2017	Bloqué par le DOJ
Lattice Semiconductor Corp	Canyon Bridge Capital Partners	11/03/2016	13/09/2017	CFIUS
Fidelity & Guaranty Life	Anbang Insurance	11/09/2015	17/04/2017	Offre rejetée par les actionnaires
Genworth Financial Inc	China Oceanwide Holdings Group	23/10/2016	04/06/2021	Réglementation
Rite Aid Corp	Walgreens Boots Alliance Inc	27/10/2015	29/06/2017	Retour négatif de la FTC
Astoria Financial Corp	Flagstar Financial Inc	29/10/2015	20/12/2016	Opposition réglementaire / légale
Willis Towers Watson PLC	Aon PLC	03/09/2020	26/07/2021	Dépôt d'une plainte antitrust par le DOJ

Source : Candriam, Bloomberg.

L'analyse des échecs à l'aune des élections présidentielles laisse apparaître un lien entre les deux paramètres. Par exemple, en 2016, année de la première élection de Donald Trump, deux opérations ont été bloquées par le Department of Justice - dont on rappelle que le président est nommé par le président du pays. Ces deux opérations concernaient le secteur de l'assurance santé - et

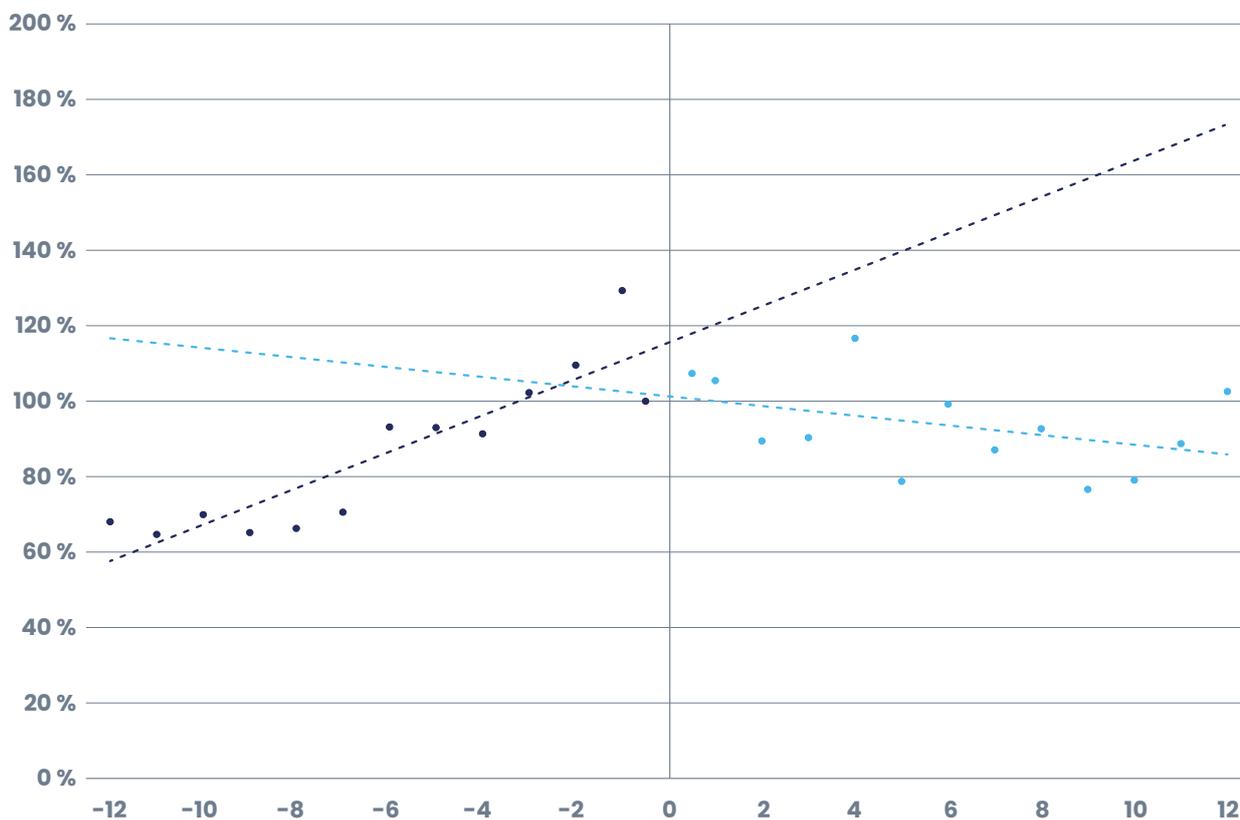
l'on sait l'hostilité de Trump pour les politiques sociales. Les Républicains, en revanche, ont tendance à afficher une approche plus favorable à la conclusion d'affaires commerciales, ce qui explique que **les spreads soient en moyenne plus resserrés sous présidence républicaine**, reflet d'un niveau de risque plus faible perçu par le marché.

On observe également que selon le candidat élu, les risques extrêmes peuvent être plus élevés en fonction des tendances protectionnistes ou sectorielles du président – et c'est le cas sous la présidence Trump –, ce qui a pour conséquence une divergence entre la médiane et la moyenne.

Illustration 7 :

Etats-Unis : Tendances des spreads avant et après les élections

- Avant les élections ●●● Régression linéaire (avant les élections)
- Après les élections ●●● Régression linéaire (après les élections)



Source : Candriam.

L'observation de la moyenne des médianes à chaque semaine avant et après les élections montre que **les spreads ont tendance à s'écartier avant les élections, et à se resserrer après**. Cela peut s'expliquer par le fait que l'élection présidentielle américaine reste avant tout un événement générateur d'incertitudes, et que, une fois l'élection passée, incertitude et *spreads* baissent.

3.4. Impact sur le nombre de transactions annoncées

Une administration républicaine, ayant une politique plus libérale et une position plus souple et plus traditionnelle – donc plus prévisible – en matière de réglementation anti-concurrentielle, sera plus favorable aux opérations de fusion-acquisition. Le nombre d'opérations pourra donc être plus élevé pendant les mandats républicains.

Le niveau des *spreads* est un composant majeur de la performance des stratégies de *merger arbitrage* – il peut être considéré comme la « marge » sur la performance. Il est donc crucial pour la rentabilité des stratégies. Si le succès des stratégies d'arbitrage de risques dépend de ce niveau de *spreads*, il dépend aussi du nombre de transactions annoncées : **plus le nombre de transactions annoncées est élevé, plus les opportunités d'investissement sont nombreuses.**

De plus, un nombre élevé de transactions annoncées peut signifier un moins bon arbitrage des transactions, et donc davantage d'opportunités pour les gérants d'actifs.

Illustration 8 :

Nombre d'opérations annoncées sur les deux premières années de chaque mandat présidentiel

	2001-2002	2005-2006	2009-2010	2013-2014	2017-2018	2021-2022
Nombre d'opérations	126	257	137	165	210	202
Parti du président élu	Républicain	Républicain	Démocrate	Démocrate	Républicain	Démocrate

Nous observons en particulier les deux premières années de chaque mandat car elles sont traditionnellement les plus actives en termes d'opérations.

Source : Candriam, Bloomberg.

Dans ce tableau, on observe que **le nombre de transactions annoncées a tendance à être plus élevé lors de mandats républicains.**

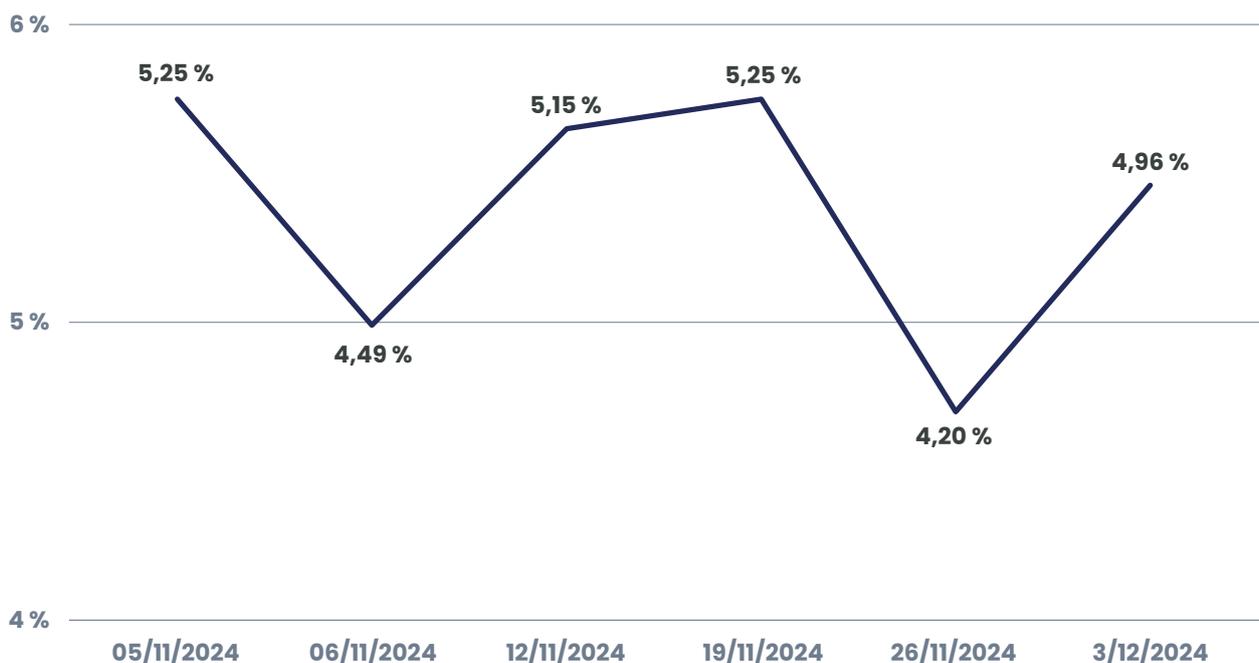
3.5. La situation en 2024

Les dernières élections présidentielles américaines, qui ont vu la nette victoire de Donald Trump, ont confirmé en partie notre analyse.

A la suite de l'élection le 5 novembre, les *spreads* se sont tout de suite resserrés dans l'anticipation d'un assouplissement de la réglementation, avant de s'écarter à l'annonce du blocage de l'opération entre Amedysis et UnitedHealth⁵ par le DOJ. En effet, le DOJ, étant encore sous l'administration Biden et l'opération étant sous analyse depuis plus d'un an, a pu bloquer l'opération – ce qui a déclenché un écartement généralisé des *spreads*, les investisseurs étant inquiets sachant que le FTC et le DOJ arrivaient à la fin de leur période d'analyse sur plusieurs opérations et avaient encore le pouvoir de bloquer des opérations avant l'investiture de Trump. A cela se sont ajoutées des rumeurs de marché laissant entendre que la FTC et/ou le DOJ voulaient encore bloquer des opérations avant l'investiture. Une fois ces rumeurs apaisées, les *spreads* se sont resserrés.

Illustration 9 :

Evolution du spread médian autour de l'élection présidentielle américaine de novembre 2024



Source : Candriam, Bloomberg.

5 - Exemples de sociétés en portefeuille

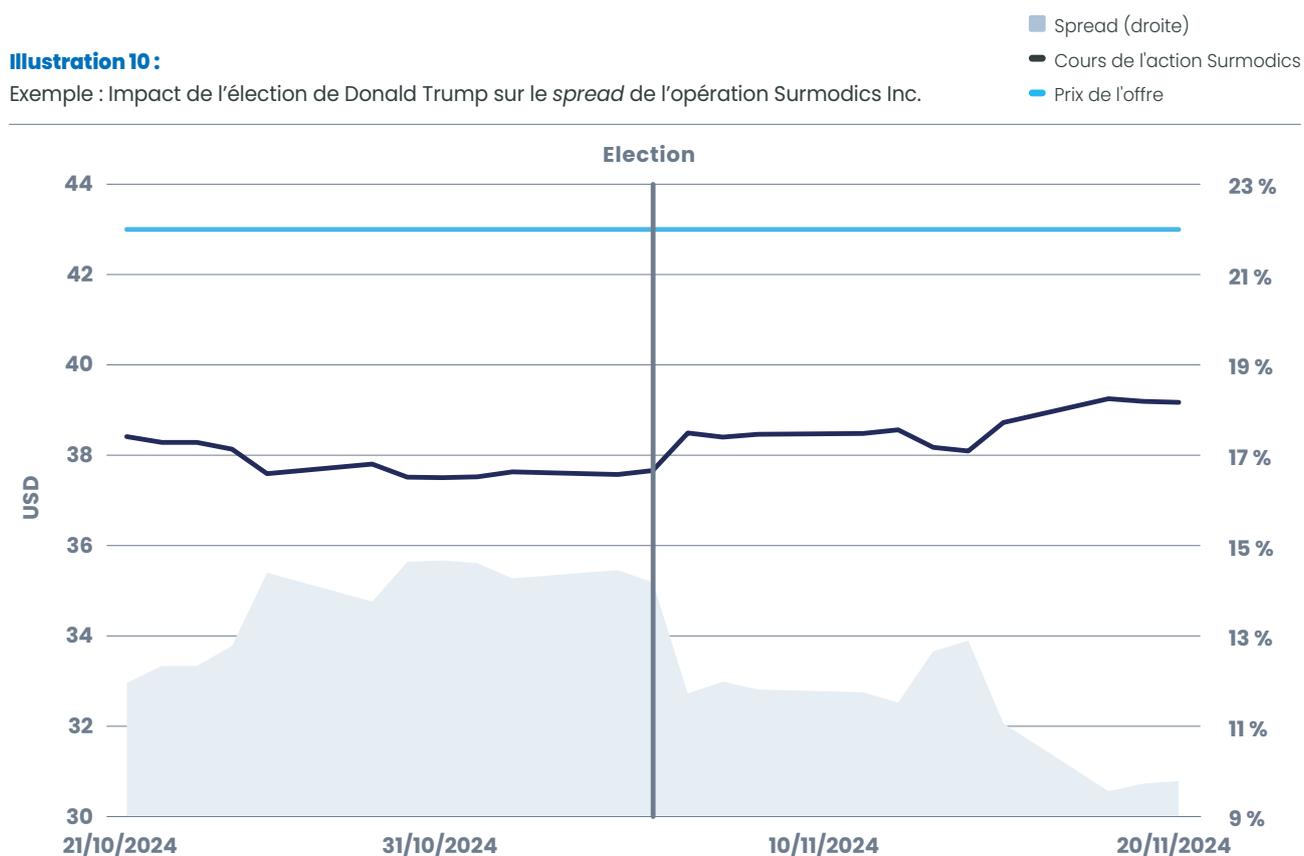
Les deux exemples ci-après permettent d'observer ces phénomènes.

Exemple 1 – Surmodics, Inc.⁶

Surmodics, Inc., société spécialisée dans les technologies de revêtement performantes pour les équipements médicaux intravasculaires, fait l'objet d'une offre d'acquisition par GTCR Golder Rauner LLC, une société de private equity américaine⁷. Certains des produits de Biocoat Inc., une des entreprises du portefeuille de GTCR, faisant doublon avec ceux de Surmodics, la FTC a déclenché une analyse approfondie sur l'opération. Cependant, les changements que l'on peut pressentir à la FTC devraient lever certains obstacles pour une telle opération. Ainsi le *spread* s'est rapidement resserré, comme on peut le voir dans l'illustration 10. En effet, avec l'élection de Trump, cette opération, qui ne nécessite aucune autre approbation que celle de la FTC, voit ses chances de succès multipliées sous une administration républicaine.

Illustration 10 :

Exemple : Impact de l'élection de Donald Trump sur le *spread* de l'opération Surmodics Inc.



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Source : Candriam, Bloomberg. Exemple de société en portefeuille.

6 - Exemple de société en portefeuille

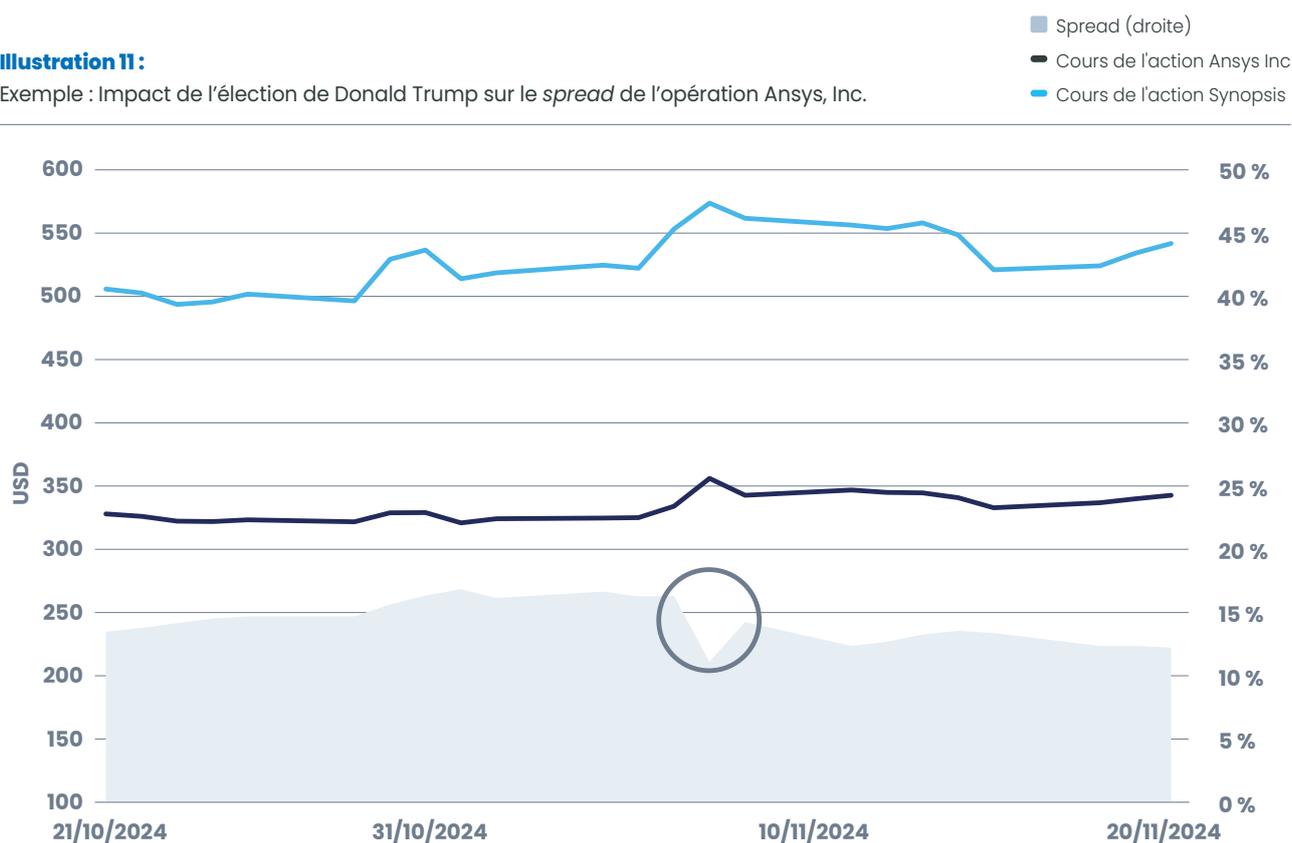
7 - Surmodics Enters into Definitive Agreement to be Acquired by GTCR for \$43.00 Per Share in Cash, Representing an Approximate Equity Value of \$627 Million. GTCR, <https://www.gtc.com/surmodics-enters-into-definitive-agreement-to-be-acquired-by-gtcr-for-43-00-per-share-in-cash-representing-an-approximate-equity-value-of-627-million/>

Exemple 2 – Ansys, Inc.⁸

Ansys, Inc. est une entreprise multinationale américaine qui développe et commercialise des logiciels de simulation d'ingénierie pour la conception, les tests et l'exploitation de produits. Elle a fait l'objet d'une offre d'achat par Synopsys, un de ses concurrents directs, le 5 janvier 2024⁹. Les deux entreprises ayant des revenus importants en Chine, l'approbation de la SAMR était nécessaire. Dans le graphique ci-après on observe le léger écartement du *spread* le lendemain de l'élection de Donald Trump (6 novembre), le marché anticipant de mauvaises relations avec la Chine. En revanche, le 7 novembre ont été annoncées de fortes augmentations des droits de douanes sur le Mexique et le Canada, mais moins qu'attendu sur la Chine. Ainsi, le *spread* s'est resserré, reflétant cette potentielle amélioration des relations sino-américaines.

Illustration 11 :

Exemple : Impact de l'élection de Donald Trump sur le *spread* de l'opération Ansys, Inc.



Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

Source : Candriam, Bloomberg. Exemple de sociétés en portefeuille.

Ces deux exemples illustrent bien la relation entre les résultats des élections et l'évolution des *spreads* (resserrement ou écartement).

8 - Exemple de société en portefeuille

9 - Synopsys to Acquire Ansys, Creating a Leader in Silicon to Systems Design Solutions, <https://www.ansys.com/news-center/press-releases/1-16-24-synopsys-acquires-ansys>

2025 : Un vent propice pour le *merger arbitrage*.

Les stratégies de *merger arbitrage* sont des stratégies d'investissement sophistiquées qui ont pour objectif de tirer parti des inefficiences de marché lors des opérations de fusion-acquisition. Notre analyse des facteurs influençant l'évolution des *spreads* de *merger arbitrage* nous a permis de mettre en lumière les risques et les opportunités associés à ces stratégies.

Une analyse empirique de l'évolution des *spreads* et des taux d'échec au cours des périodes électorales américaines montre qu'il **existe un impact significatif des politiques présidentielles sur les opérations de fusion-acquisition et sur les *spreads*** :

- les politiques plus libérales menées par les gouvernements républicains offrent un terrain favorable pour l'activité de fusion-acquisition ;
- les élections présidentielles génèrent une incertitude qui influence les *spreads* des opérations : ceux-ci se resserrent généralement en cas de victoire républicaine, dans l'anticipation de réglementations moins contraignantes ;
- le taux d'échec des opérations a tendance à être plus élevé sous présidence républicaine.

Reprise en vue pour l'activité de fusion-acquisition

L'élection présidentielle ayant eu lieu il y a quelques semaines, l'incertitude est derrière nous. La croissance américaine reste solide, la Réserve fédérale devrait continuer de détendre sa politique monétaire et baisser encore un peu ses taux en 2025, et l'administration républicaine élue devrait mettre en œuvre des politiques plus libérales, plus favorables aux fusions-acquisitions. Ces signaux sont positifs pour l'activité de fusion-acquisition, qui, après un ralentissement dû à quatre années de pression réglementaire, devrait se débloquer à compter de début 2025. Cela devrait créer davantage d'opportunités pour les arbitragistes.

La nécessité d'une analyse rigoureuse des opportunités

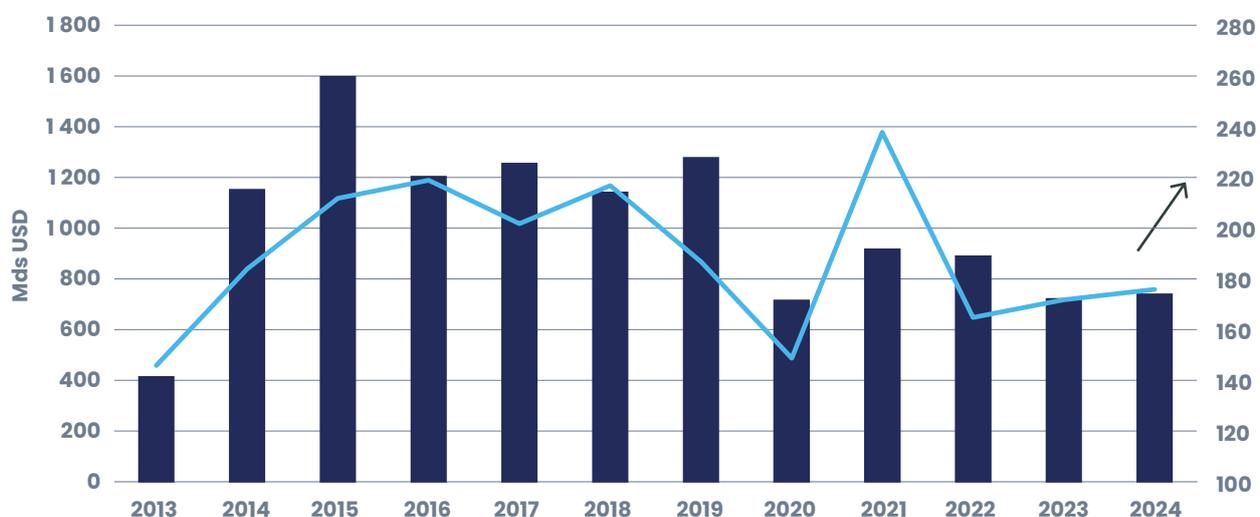
L'environnement risque de rester complexe néanmoins – en témoignent les taux d'échecs moyens sur les transactions. Pour saisir les meilleures opportunités et offrir aux investisseurs un profil rendement/ risque le plus attractif possible, **il est essentiel que le gérant de *merger arbitrage* ait une compréhension approfondie des dynamiques de marché et également des paramètres spécifiques de chaque opération** : ses enjeux stratégiques, ses conditions – et les risques qu'elles impliquent –, et enfin sa probabilité de succès. C'est ainsi qu'il pourra construire les positions qu'il juge les plus adaptées pour bénéficier au mieux des *spreads*.

Illustration 12 :

Fusions-acquisitions aux Etats-Unis depuis 2013

■ Opérations annoncées en Mds de \$ (gauche)

— Nombre d'opérations (droite)



Source : Candriam, Bloomberg, 31/12/2024.

Chez Candriam, nous prendrons bien en compte cette analyse en restant conscients que, si les pratiques anti-concurrentielles devraient être plus favorables lors de ce nouveau mandat républicain, il peut aussi y avoir un peu plus de risques sur certains types de transactions (transfrontalières par exemple). Ainsi nous serons attentifs à bien adapter notre exposition aux opérations en fonction du risque perçu par le marché et de celui résultant de notre analyse. De plus, nous nous gardons la possibilité d'initier des positions « short » pour pouvoir bénéficier d'évènements négatifs pour

l'opération, lorsque nous leur avons associé une probabilité supérieure au marché. En sélectionnant des opérations de durée longue et de moindre qualité, ces positions à la vente peuvent également constituer une couverture pour le portefeuille dans les périodes plus difficiles pour la stratégie.

Optimisme donc, conscience des risques, et confiance dans la rigueur de notre approche – c'est ainsi que nous abordons l'année 2025, que nous voyons comme **une année favorable pour les stratégies de merger arbitrage.**

Risques.

Tout investissement comporte des risques, y compris le risque de perte en capital.

Les principaux risques des stratégies de *risk arbitrage* sont :

- le risque de perte en capital
- le risque lié aux actions
- le risque de durabilité
- le risque de contrepartie
- le risque lié aux instruments financiers dérivés
- le risque d'arbitrage

Cette liste n'est pas exhaustive et de plus amples détails sur les risques associés à l'investissement dans la stratégie de *risk arbitrage* ainsi que la définition de ces risques sont disponibles dans les documents réglementaires relatifs à la stratégie.



149 Mds €

d'actifs sous gestion
Juin 2024



+600

experts
à votre service



+25 ans

Leader dans
l'investissement responsable

Ce document est une communication publicitaire à destination des investisseurs professionnels et non professionnels. Il est fourni à titre d'information uniquement et il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement ou la confirmation d'un quelconque type de transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment, le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

L'investisseur supporte un risque de perte en capital.

Informations sur les aspects liés à la durabilité : les informations sur les aspects liés à la durabilité contenues dans cette communication sont disponibles sur la page du site internet de Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/sfdi/>.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY