



« L'AMITIÉ TROUVE OU FAIT DES ÉGAUX ; LE TEMPS CONFIRME L'AMITIÉ »

Henri Lacordaire

« En unissant leurs talents, Thales et Gemalto créent un leader mondial de la sécurité numérique »

*par Marina Guérassimova,
Fusions & Acquisitions Magazine*



Philippe Vallée et Patrice Caine (©François Bouchon, Le Figaro)

Dans son communiqué de presse du lundi 11 décembre 2017, Atos annonce avoir « remis au Conseil d'Administration de Gemalto le 28 novembre 2017 une offre amicale, attractive et qui prend en compte les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Depuis lors, Atos a réitéré ses intentions amicales. Compte tenu des risques accrus pouvant désormais affecter le titre

Gemalto, et dans un souci de bonne information du marché, le Conseil d'Administration d'Atos a décidé de rendre publique sa proposition tout en maintenant son objectif d'engager des discussions amicales et de parvenir à une transaction recommandée par le Conseil d'Administration de Gemalto ». Dans ce premier paragraphe du communiqué d'Atos, le mot « amical » est utilisé 3 fois...

Conseils financiers d'Atos :

Goldman Sachs, Rothschild et BNP Paribas

Conseils financiers de Gemalto:

Deutsche Bank et J.P. Morgan

Conseils juridiques de Gemalto:

Allen & Overy LLP et Darrois Villey Maillot Brochier

Conseils financiers de Thales :

Lazard, Messier Maris & Associés et Société Générale

Conseils juridiques de Thales :

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
et NautaDutilh N.V.

Conseil de l'APE (actionnaire de Thales) :

CA CIB

L'offre est présentée comme « *friendly, compelling* », avec une « *collaborative approach* ». Et cela fonctionne. Les investisseurs se disent que cette offre est approuvée par le Conseil d'administration et que les risques de surenchère sont relativement faibles. On croit qu'il s'agit d'un « *agreed deal* ». Par conséquent, le cours de la cible ne varie pas ou très peu. Dans les esprits, l'opération est faite. De plus, la communication d'Atos laisse croire que le groupe n'a pas l'intention de revoir son offre. D'un point de vue des public M&A, c'est une dimension intéressante : une offre hostile passe pour une offre amicale. Le choix de mots dans la description de l'offre faite par Atos est intéressant.

« Atos insiste sur ces éléments de manière très forte et très ferme. Tout fait penser qu'il s'agit d'une offre amicale et que c'est un « *done deal* », commente un proche du dossier.

Mais, « comme tout le monde le sait, le caractère amical ou inamical d'une offre n'est pas déclaré par l'initiateur mais par la cible et par son Conseil d'administration. Atos fait émerger le concept d'une « *unsolicited friendly offer* », une sorte d'« offre hostile amicale », explique un autre proche du dossier.

Effet de surprise : Gemalto répond deux jours plus tard en rejetant l'offre d'Atos.

Dans son communiqué du mercredi 13 décembre 2017 - après avoir analysé pendant 15 jours l'offre d'Atos - le Conseil d'Administration de Gemalto annonce en effet qu'il rejette la « proposition non sollicitée et conditionnelle d'Atos en vue d'une possible offre recommandée d'acquisition de toutes les actions émises et en circulation de la société à un prix de 46 euros par action en numéraire (dividende attaché) ».

Gemalto explique dans son communiqué de manière détaillée les raisons qui l'amènent à conclure que cette opération n'est pas dans les intérêts de la société.

Selon Gemalto, « l'offre d'Atos ne constitue pas la base d'un engagement constructif :

- Elle ne propose pas de stratégie convaincante par rapport aux perspectives de Gemalto en tant qu'entreprise autonome ;
- Elle sous-estime de manière significative la valeur de Gemalto ;
- Elle ne répond pas de manière adéquate aux intérêts de ses différentes parties prenantes ;
- Elle n'apporte pas de garantie suffisante quant à la réalisation de l'opération.

Le Conseil d'Administration de Gemalto considère que l'offre sous-estime la valeur de la société de manière significative :

- le moment choisi est opportuniste : le prix offert fait ressortir une décote de 27,4% par rapport au plus haut du cours de l'action Gemalto sur les 12 derniers mois et une prime de seulement 3,5% par rapport au cours moyen de l'action Gemalto sur les 12 derniers mois. L'offre vient à un moment où Gemalto a stabilisé ses performances après une période difficile ;
- comme évoqué précédemment, Gemalto est bien avancé dans sa transition des marchés traditionnels des cartes à puce bancaires et télécoms vers les marchés à forte croissance du Gouvernement, de la Cybersecrétité des Entreprises, et du Machine-to-Machine. Le cours de l'action ne reflète pas encore l'impact de cette transition – la Société doit présenter le détail de sa stratégie et de son positionnement sur ces segments à forte croissance lors de son prochain Capital Markets Day ;
- le prix proposé de 46 euros ne reflète pas les positions de leader de Gemalto sur ces segments à forte croissance, et se situe bien en dessous des niveaux de valorisation de sociétés spécialisées dans les activités Gouvernement et Cybersécurité hautement stratégiques ; »

Née en 2006 de la fusion du français Gemplus avec le néerlandais Axalto, Gemalto est une société de droit néerlandais bien qu'elle est souvent considérée comme étant une entreprise française, notamment compte tenu de son actionnariat : Bpifrance est son plus grand actionnaire, avec 8,3% du capital.

Fort de 3 milliards d'euros de chiffre d'affaires, Gemalto a deux grandes branches d'activités, l'une tournée vers la

sécurité numérique, en forte croissance, et l'autre organisée autour de la carte à puce (cartes bancaires et cartes SIM des téléphones mobiles). Cette dernière activité « était en croissance pendant longtemps mais a connu des pressions extrêmement fortes au cours de l'année 2017. La société a dû annoncer plusieurs fois une révision de ses prévisions de résultats. Ainsi, le cours a significativement baissé au cours de l'année 2017 », commente un proche du dossier.

Dès lors, selon Gemalto et contrairement à ce qu'Atos a avancé, « l'offre ne répond pas de manière appropriée aux intérêts de la société, ses métiers, ses employés, ses actionnaires et autres parties prenantes ».

Le Conseil d'administration souligne dans ce communiqué que « l'offre d'Atos ne relève pas d'une approche amicale et coopérative. Elle n'a pas été précédée des discussions préliminaires d'usage, la divulgation de l'offre a été faite unilatéralement, et Atos a fait part de son intention de déposer une offre formelle auprès de l'AFM, et ce même en l'absence d'un accord avec Gemalto ».

C'est important. « Les offres qui n'ont pas été précédées de discussions avec le management de la société et le Conseil d'administration, qui invitent l'acquéreur à formaliser son offre, ne peuvent pas être qualifiées comme étant amicales. Ce sont ces préliminaires qui n'ont pas vraiment eu lieu et auxquels le communiqué fait subtilement allusion », estime un proche du dossier.

Enfin, selon Gemalto, l'offre d'Atos valorisant la cible à 4,3 milliards d'euros, « ne reflète pas de manière appropriée un partage équitable des synergies réalisables dans le cadre d'un potentiel rapprochement, et qu'Atos a estimé significatives ».

Tout a commencé fin novembre, Thierry Breton, le PDG d'Atos, rencontre Philippe Vallée, le CEO de Gemalto, afin de lui proposer une opération. C'est à ce moment-là que les conseils se penchent sur le dossier avec Atos pour accompagner le management dans l'analyse des termes de l'offre.

Mais Atos décide de ne pas attendre le retour formel du Conseil d'administration de Gemalto et d'annoncer publiquement sa proposition d'opération.

« Une société qui vit une période difficile, avec trois ajustements sur ses résultats s'attend à ce qu'elle soit convoitée. Atos, était-il attendu ? Je ne crois pas que c'était l'opération la plus attendue sur le marché français », estime l'un des conseils impliqués sur le deal.

Thales, quant à lui, était, probablement, encore moins attendu. « Gemalto a rejeté l'offre d'Atos le 13 décembre (mercredi soir). L'opération avec Thales a été annoncée

trois jours plus tard, dimanche matin. On peut raisonnablement supposer que les deux groupes ont eu des contacts avant même l'approche d'Atos », commente l'un de nos interlocuteurs. Dans la presse, Patrice Caine, le PDG de Thales, et Philippe Vallée ont confirmé l'existence d'« échanges » entre leurs sociétés. « Cela a permis d'arriver à un accord en un temps record et aboutir à un deal avec un « white knight », type d'opérations extrêmement rare sur le marché français ».

« Thales a eu quelques contacts avec Gemalto à l'automne 2017. Bien que ces contacts n'avaient pas formellement débouché sur un deal, les deux sociétés avaient prévu se revoir rapidement et Thales avait commencé à travailler sur le sujet Gemalto pour étudier cette perspective. Les banques étaient sollicitées depuis plusieurs semaines (NDLR : depuis fin octobre-début novembre 2017). Au moment où Atos a choisi de faire une offre hostile, qui n'a pas rencontré le soutien du management et du Board, le travail de préparation avait été fait côté Thales. Lorsque Gemalto a demandé à nous rencontrer, nous étions prêts. Les discussions avec Gemalto n'ont fait que confirmer l'opinion de Thales et de ses conseils concernant la société, sa stratégie et ses perspectives. Quant à Gemalto, ses conseils lui ont confirmé que le deal avec Thales était une bonne idée. Il ne restait plus qu'à trouver un accord sur le prix... L'éventualité d'une opération avait été préparée. Tous les conseils étaient à bord depuis longtemps. Sans ce travail en amont, nous n'aurions pas pu aboutir à un accord dans un délai si bref. On ne peut pas faire une offre à presque 5 milliards d'euros en 3 jours », commente un proche du dossier.

D'un montant de 4,8 milliards d'euros, l'offre de Thales était la mieux disante sur l'ensemble des dimensions. « Le deal est intéressant pour le vendeur et acceptable pour l'acheteur », indique une source. Selon elle, « les OPA hostiles sont des opérations rarissimes et le fait de trouver un chevalier blanc en si peu de temps est exceptionnel. Le deal est remarquable à plusieurs titres. Il s'agit d'un chevalier blanc non seulement en termes de prix mais aussi en termes de projet d'entreprise, plus intéressant pour la société et pour l'ensemble de ses actionnaires... Non seulement le repreneur s'engage-t-il à maintenir l'entité Gemalto et d'en faire une division du groupe Thales, mais il va plus loin en proposant de contribuer à ses actifs pour que Gemalto soit encore meilleur, notamment dans les métiers de cybersécurité. C'est un projet de renforcement de Gemalto, lui donnant les moyens financiers et humains et des possibilités de développement business qui ont beaucoup de sens » commente l'un de nos interlocuteurs. La différence avec le projet d'Atos est frappante car ce dernier envisageait une

CONDITIONS DE L'OFFRE ET SYSTÈME DE WARRANTS GRATUITS

Thales et Gemalto peuvent résilier l'accord de rapprochement si un tiers fait une offre que le Conseil d'administration de Gemalto, prenant en compte la certitude de réalisation, le calendrier, le financement, la complémentarité stratégique, les conséquences pour les salariés et les autres aspects non financiers de l'offre de Thales, considérerait comme étant significativement plus favorable que l'offre de Thales et qui serait formulée à un prix supérieur d'au moins 9% au prix offert par Thales (une « Offre Supérieure »).

En cas d'Offre Supérieure, Gemalto permettra à Thales de s'aligner sur ladite offre, auquel cas Gemalto ne pourra pas mettre fin à l'accord de rapprochement. Gemalto a consenti certains engagements de non-débauchage usuels.

En cas de résiliation de l'accord de rapprochement par Thales en raison d'une violation significative dudit accord par Gemalto ou en cas d'offre d'un tiers formulée à un prix supérieur à celui offert par Thales, Gemalto s'est engagé à verser à Thales une indemnité de résiliation de 60 millions d'euros.

De plus, ayant été pris en considération les intérêts de Gemalto, la réussite durable de ses activités et de ses clients, de ses salariés, de ses actionnaires et de l'ensemble des autres parties prenantes, et afin de sécuriser la réalisation de l'opération et les avantages qu'elle procure, Gemalto a accepté d'émettre des bons de souscription d'actions conditionnels. Dans l'hypothèse où une offre concurrente formulée à un prix inférieur à 109% du prix de l'offre serait déclarée inconditionnelle, ces bons conditionnels seraient émis gratuitement à tous les actionnaires de Gemalto et leur permettrait d'acquérir de nouvelles actions Gemalto.

A la date à laquelle une offre concurrente serait déclarée inconditionnelle, tous les actionnaires de Gemalto recevraient des bons conditionnels qui leur permettraient de recevoir des actions additionnelles dans un délai de 3 mois à compter de cette date. La valeur de l'ensemble des actions qui seraient ainsi émises serait égale à la différence entre (i) la valeur d'une offre formulée à un prix égal à 109% du prix de l'offre de Thales et (ii) le prix offert dans le cadre de l'offre concurrente.

Dans le cas où le prix de l'offre concurrente excéderait 109% du prix de l'offre de Thales, les bons conditionnels seraient automatiquement annulés.

séparation des deux principales activités de Gemalto, chose inquiétante pour le management et les employés, alors que Patrice Caine indique son intention de conserver toutes les activités de Gemalto, y compris les cartes SIM.

Thales apportera son activité numérique à Gemalto, qui continuera d'opérer sous sa propre marque, en tant qu'une des sept activités mondiales de Thales. Philippe Vallée prendra la tête de cette nouvelle activité.

« Aux Pays-Bas, comme en France, la cible doit analyser l'offre qu'elle reçoit non seulement du point de vue des actionnaires mais aussi du point de vue du corporate interest. L'offre d'Atos allait se traduire par un break-up. Atos souhaitait vendre la division carte SIM, intégrer la partie carte de paiement dans sa filiale cotée Worldpay et absorber le reste des activités de Gemalto. Avec une activité vendue, une filialisée et une autre absorbée, Gemalto se retrouvait démantelé (broken up) », précise l'un des conseils de Thales.

L'offre d'Atos laissait beaucoup de questions ouvertes. « Gemalto était assez objectif dans son analyse et ne fermait pas le portes sur un certain nombre de sujets, même si la conclusion immédiate était un rejet », commente un proche du dossier. « Je ne pense pas qu'il y avait une opposition de principe du Conseil à une opération avec Atos », estime-t-il. « La meilleure offre a gagné, que ça soit du point de vue financier pour les actionnaires ou en termes de meilleur projet industriel pour la société et ses employés ». La culture d'entreprise joue également un rôle important : « Thales est une société très technologique, comme Gemalto peut l'être, alors qu'Atos est plutôt une société de services et moins de technologies », ajoute l'un des interviewés.

L'un des grands enjeux était d'obtenir le soutien de l'actionnaire public de Gemalto, Bpifrance.

Dès mardi, Thales aurait fait savoir à ses deux grands actionnaires, l'Etat (via l'APE) et Dassault Aviation (avec respectivement 26,4 et 25,3% du capital), qu'il allait préparer une contre-offre. Mercredi, Bruno Le Maire, ministre de l'Economie et des Finances, devait répondre aux questions d'actualités au Parlement. Un député a préparé une question concernant l'offre d'Atos. Bruno Le Maire a fait une réponse très neutre. A l'époque, seule l'offre d'Atos était publique mais le gouvernement était informé en tant que premier actionnaire de Thales de son offre sur Gemalto. La réponse de Bruno Lemaire est publique au Journal Officiel, sur le site Internet de l'Assemblée Nationale :

« Gemalto est une magnifique entreprise industrielle, spécialisée dans les cartes à puce et dans la cybersécurité. Elle

emploi 14.000 personnes dans le monde, dont 2.850 en France. Mais, comme beaucoup d'entreprises industrielles, elle est confrontée à la révolution numérique. Demain, dans les portables, il n'y aura plus de carte à puce, il y aura un logiciel. L'essentiel est donc que Gemalto puisse continuer à investir et à innover.

S'agissant des emplois, je peux vous assurer que l'État veillera à ce que Gemalto garantisse un reclassement et un suivi de chacun des salariés pour que tous retrouvent une place.

Atos a fait une proposition de rachat de Gemalto. Vous connaissez cette très belle entreprise de supercalculateurs à laquelle Thierry Breton a donné toute son ampleur. Ce n'est pas à l'État de se prononcer sur cette offre : c'est au conseil d'administration de Gemalto de décider si oui ou non il approuve la proposition d'Atos.

Le rôle de l'État, en revanche, pour Gemalto comme pour toutes les entreprises industrielles françaises, en particulier dans le domaine des hautes technologies, est de veiller à trois choses.

Premièrement, nous veillerons à la préservation de l'emploi industriel en France. C'est notre bataille et nous la livrerons jusqu'au bout. Gemalto, comme toutes les autres entreprises industrielles françaises, doit continuer à développer l'emploi en France.

Deuxièmement, nous veillerons au développement de l'investissement et de l'innovation. Toutes les dispositions fiscales que nous avons fait adopter visent justement à permettre aux entreprises industrielles d'investir et d'innover.

Troisièmement, l'État veillera particulièrement à la préservation de la souveraineté française en matière de hautes technologies. Voilà les trois engagements que nous prenons pour Gemalto comme pour l'ensemble de l'industrie française ».

« Par cette déclaration, le gouvernement a fait savoir qu'il laissait le champ libre à Thales », commente l'un des conseils de l'opération.

Thales propose un prix de 51 euros en numéraire par action Gemalto (coupon attaché). Selon le communiqué de presse de Thales, le prix de l'offre intègre une prime de :

- 57% par rapport au cours de clôture au 8 décembre 2017
- 56% par rapport au prix moyen pondéré par les volumes du dernier mois
- 48% par rapport au prix moyen pondéré par les volumes des 3 derniers mois

Aux termes de l'offre de Thales, la R&D est et restera au cœur des activités de sécurité numérique de Thales et Gemalto. L'ensemble combiné emploiera plus de 28.000 ingénieurs, 3.000 chercheurs et investira plus de 1 milliard d'euros en R&D autofinancée.

Patrice Caine a déclaré : « L'acquisition de Gemalto marque une étape clé dans la mise en oeuvre de la stratégie de Thales. Avec l'équipe de direction de Gemalto, nous avons de grandes ambitions fondées sur une vision partagée de la transformation numérique de nos métiers et de nos clients. Notre projet bénéficiera à l'innovation et à l'emploi tout en respectant les enjeux de souveraineté liés aux technologies stratégiques. Nous avons un immense respect pour les succès technologiques de Gemalto et nos deux groupes partagent un même ADN et une même culture. Je souhaite remercier personnellement l'équipe de direction de Gemalto et son conseil d'administration pour leur soutien unanime et j'accueille chaleureusement les 15.000 employés de Gemalto au sein de notre groupe. En unissant leurs talents, Thales et Gemalto créent un leader mondial de la sécurité numérique ».

Dans son communiqué de presse du 17 décembre, publié après l'annonce de l'offre de Thales, Atos rend les armes et « souhaite à Thales, Gemalto et ses salariés plein succès dans leur projet ».

L'opération devrait être finalisée au deuxième semestre 2018.

LES SYNERGIES

Une création de valeur significative pour les actionnaires de Thales.

Gemalto est engagé dans une transition de ses marchés historiques vers des marchés porteurs bénéficiant de perspectives de croissance et de marges attractives (Gouvernement, Sécurité des entreprises et objets connectés – Machine to Machine).

D'autre part, Thales estime que ce rapprochement générera en rythme de croisière des synergies annuelles de coût avant impôt comprises entre 100 millions d'euros et 150 millions en 2021, ainsi que des synergies de revenus significatives.

L'opération générera dès la première année une relation du BNPA ajusté entre 15% et 20%, avant prise en compte des synergies. Le retour sur capitaux employés de l'opération, y compris synergies, excèdera le coût du capital de Thales à un horizon de 3 ans après la réalisation de l'opération.