

Comment créer de la valeur

La réussite d'une fusion acquisition implique une démarche très structurée d'analyse de la valeur et le respect de certains principes. Outre la qualité des systèmes de gestion, une communication financière spécifique doit être développée à l'égard des investisseurs.

Dominique Perrier
Associée
PricewaterhouseCoopers

■ Les fusions et rapprochements se sont multipliés récemment dans le monde bancaire. Les opérations réalisées couvrent un spectre très large :

- des «méga-fusions» du type UBS/SBS, Citicorp/Travelers ;
- des acquisitions plus ou moins importantes, comme les opérations Crédit agricole/Indosuez/Sofinco, Crédit mutuel/CIC, Société générale/Crédit du Nord ;
- des rapprochements avec échanges de participation donnant lieu ensuite à de nouvelles acquisitions (par exemple, la création de Dexia et son développement dans les activités de gestion, des prises de participations (cf. les mouvements sur le capital des banques italiennes et le CCF).

«On peut s'interroger sur les liens entre création de valeur et fusion/rapprochement.»

Les objectifs affichés pour les transactions sont très variés : atteinte de taille critique voire place de numéro un sur un créneau ou dans un pays, augmentation de part de marché en vue de réduire la concurrence, diversification...

cela devant à plus ou moins long terme «créer de la valeur» pour les actionnaires. En effet, l'importance croissante des investisseurs institutionnels dans les fonds propres des établissements de crédit conduit naturellement les dirigeants de ces derniers à orienter leurs objectifs de gestion vers la valeur actionnariale.

Or, face au scepticisme du marché vis-à-vis de certaines de ces opérations, dans le contexte il est vrai difficile du deuxième semestre 1998, on peut s'interroger sur les liens entre création de valeur et fusion/rapprochement. Comme le montre l'encadré (*page suivante*), les résultats de deux fusions, analysables avec un minimum de recul, par rapport aux variables reconnues comme les déterminants de la valeur dans la banque, peuvent être très différents. Il est donc nécessaire d'analyser comment la gestion de la valeur peut permettre de limiter des risques inhérents aux fusions et rapprochements.

Mettre en place une démarche d'analyse de la valeur

Limiter ces risques suppose l'intégration des opérations de fusion/rapprochement dans le cadre d'une gestion globale de la valeur prenant en compte les évolutions stratégiques des différents

métiers bancaires. La démarche comporte plusieurs étapes :

- **le découpage de la banque en secteurs d'activité/sous-secteurs** : traditionnellement on distingue quatre grands secteurs, à savoir la banque de détail, la banque Corporate, la gestion d'actifs, la banque d'investissement. Ces secteurs peuvent ensuite être démultipliés en fonction de l'organisation existante ou des métiers susceptibles d'être identifiés comme tels. Par exemple, la banque de détail peut comporter deux sous-secteurs en fonction des canaux de distribution (réseau/banque directe). De même, la possibilité de titriser les crédits peut conduire à isoler les métiers «octroi» et «gestion» de prêts. Dans un contexte de spécialisation accrue, la maîtrise complète par un même groupe de tous les stades d'une chaîne d'activités ne peut plus constituer un objectif en soi et il apparaît essentiel de découper le plus finement possible l'activité. La prise en compte de l'organisation interne est elle aussi un facteur déterminant dans la mesure où la gestion de la valeur nécessite la motivation de tous les services et départements. Enfin, pour toutes ces raisons, l'analyse doit couvrir l'intégralité de l'établissement, y compris les fonctions non identifiées spécifiquement comme des centres de profit tel le «siège» ;

Analyse de deux fusions

Une fusion réussie : ABN AMRO

Le groupe hollandais ABN-Amro est souvent cité comme un bon exemple de grande fusion réussie. Ce groupe résulte de la fusion en 1990 des 3^e et 4^e banques hollandaises : Amro, établissement essentiellement domestique et ABN, banque domestique à forte implantation internationale. Comme l'indique Jan Kalf, président actuel d'ABN Amro, dans une interview accordée à «Euromoney» en octobre 1997, les facteurs expliquant le succès de la fusion et d'opérations de rapprochement ultérieures en vue de diversifier et développer le groupe sont principalement :

- une culture consensuelle et ouverte ;
- l'utilisation maximale des synergies dans le développement pour réduire les coûts ;
- la recherche de partenaires *low profile* mais à fort potentiel et aisément intégrables : le taux de retour attendu pour un investissement est de 13 % minimum ;

- le souci de maîtriser la croissance.
- Fort de cette stratégie, ABN Amro connaît depuis plusieurs années un développement équilibré et rentable sur ses métiers traditionnels dans de nombreux pays du monde ainsi que, de manière plus récente, dans la banque d'investissement ; il obtient un TSR (*Total Shareholder Return*) de près de 40 % sur les années 1993-1998 et se situe au 9^e rang mondial.

Un exemple moins concluant : Deutsche Morgan Grenfell

En 1989, Deutsche Bank, en vue de se diversifier dans la banque d'investissement et la gestion, a acquis Morgan Grenfell pour la somme de 850 millions de livres sterling. Aujourd'hui, les résultats de DMG n'ont pas atteint les montants espérés ; en outre, suite à des difficultés d'intégration, les équipes qualifiées sont parties et ont dû être reconstituées au prix fort. Sur la même période que celle évoquée

pour ABN Amro, le TSR de Deutsche Bank n'atteint que 17 % et l'achat de Morgan Grenfell apparaît clairement comme un échec pour les raisons suivantes :

- difficultés d'intégration liées à des différences culturelles aux niveaux pays et métier ;
- faibles synergies ;
- coût d'acquisition élevé ;
- nature volatile d'une partie significative des résultats.

Le tableau ci-dessous résume l'impact de ces deux opérations sur les déterminants de valeur dans la banque.

Appréciation de l'impact des rapprochements ABN/Amro et DMG sur les principaux déterminants de la valeur

Croissance	ABN/Amro	DMG
Croissance Produit net bancaire	+	+
Coefficient d'exploitation	+	-
Coût du risque de contrepartie	x	x
Coût du capital	x	-
Taux effectif d'impôt	x	x
Durée de l'avantage compétitif	+	-

+ Impact positif sur la création de valeur.

x Impact modéré ou difficilement chiffrable sur la création de valeur.

- Impact négatif sur la création de valeur.

• **une analyse pour chaque secteur/sous-secteur des forces et faiblesses**, qui partira des données financières détaillées et fera apparaître pour chacun la création/destruction de valeur passée et attendue compte tenu des actions en cours ou prévues, l'analyse devant prendre en compte le coût du capi-

tal pondéré par les risques spécifiques du secteur. Ainsi les contributions à la création de valeur globale seront déterminées et pourront être comparées entre les différents secteurs et, pour chacun d'entre eux par rapport à la concurrence. La publication, en vue de respecter le CNC 98-05, des résultats par acti-

tivité pourra faciliter ce processus de *benchmarking* ;

• **l'identification des évolutions à venir** pour chaque secteur (en termes de métier, concurrence, investissements requis...) et des stratégies possibles en vue de maximiser la valeur

dans ce cadre : retrait d'une activité jugée non rentable à terme (telle que la conservation, activité abandonnée par de nombreux établissements français de taille moyenne), restructuration, investissement, rapprochement à envisager (en vue de réduire/mutualiser les coûts, de compléter une gamme de produits...). Par exemple, la concurrence dans l'activité de banque de détail tend à réduire les marges et conduit les intervenants à chercher à accroître les produits distribués : produits d'épargne, d'assurance... L'accès à ces activités pourra se faire par des investissements internes ou par une stratégie de rapprochement.

Ainsi les opérations de fusions/rapprochements s'intégreront-elles dans une stratégie à la fois globale et déclinée par secteur d'activité et à travers une analyse cohérente de la création de valeur. Celle-ci sera adaptée pour prendre en considération les paramètres spécifiques de ces opérations : l'investissement nécessaire en fonds propres et le coût correspondant, fonction des risques encourus ; ceux-ci porteront à la fois sur le secteur d'activités, dont les résultats peuvent être plus ou moins sensibles à la conjoncture, et sur le

«Les contributions à la création de valeur globale seront déterminées et pourront être comparées entre les différents secteurs.»

processus de rapprochement et ses facteurs de succès et d'échec : facilité ou non d'intégration, importance des différences culturelles, capacité de synergie... Le mode de rapprochement sera aussi considéré, un partenariat avec mise en commun de moyens et utilisation de complémentarités permettant par exemple d'augmenter la valeur par réduction des coûts, voire augmentation des revenus tout en limitant la prise de risque.

Le taux de rendement attendu, correspondant à la création de valeur espérée pondérée par le risque inhérent au rapprochement sur une certaine période, permettra ensuite de déterminer la fourchette de prix maximale pour une acquisition, une fusion ou un partenariat.

Les conditions de mise en œuvre

La mise en place d'une telle démarche implique l'existence de données financières fiables et suffisamment détaillées, la prise en compte de critères qualitatifs et une communication financière adaptée.

• Qualité des systèmes de gestion

Comme indiqué ci-dessus, les résultats par secteur d'activité constituent la base de l'analyse de la valeur. Ceux-ci doivent provenir de systèmes fiables, rapprochés de la comptabilité générale, établis sur la base d'hypothèses et conventions reconnues et documentées. Celles-ci portent sur l'affectation des revenus et des coûts par activité, leur évolution dans le temps (par exemple des hypothèses sont nécessaires sur l'évolution des taux, l'impact des remboursements anticipés et restructurations de prêts et d'emprunts), les prix de transfert (coûts de refinancement internes...), le chiffrage du coût du risque, l'élimination des éléments exceptionnels, l'affectation des fonds propres par secteur...

Cette analyse globale peut être utilement complétée par une décomposition des coûts par opération (avec une méthode de type ABC), pour les activités à forts volumes, qui peut permettre, par la connaissance des coûts, l'identification des actions à mener pour les réduire et la comparaison entre plusieurs établissements ou entités. Ceci concerne enfin les outils de pilotage des risques.

• Prise en compte d'éléments qualitatifs

La création de valeur suppose une capacité à dégager un niveau de rentabilité économique sur une période suffisante ; c'est pourquoi, dans le cadre d'un rapprochement, une attention particulière est à porter sur des éléments de nature qualitative relatifs à la maîtrise et la gestion des risques, ceux-ci étant pris au sens large : marché, crédit, opérationnels, actif-passif, tels qu'identifiés dans le règlement 97-02 sur le contrôle interne. A titre d'exemple, un faible coût du risque à un moment donné peut s'expliquer par un contexte économique favorable et non par une stricte politique d'octroi de crédit et des procédures rigoureuses de recouvrement ;

seules ces dernières permettront de maintenir un coût du risque compétitif sur la durée.

Il en est de même pour les résultats relatifs aux activités de marché qui doivent être appréciés au regard des risques encourus et non dans l'absolu : l'analyse de la DVAR (*Daily Value At Risk*) peut être un indicateur, qui doit être complété d'un examen des grandes lignes du dispositif de contrôle en vigueur (indépendance du département de suivi des risques, outils à sa disposition...).

«La perception positive du marché est un élément déterminant dans la réussite d'un rapprochement.»

Enfin, la qualité du personnel, du management, leur qualification, le taux de *turnover* de l'encadrement, la culture d'entreprise sont autant de critères à examiner. Des «stars» dans un domaine donné posent souvent des problèmes d'intégration. Or, l'organisation de la nouvelle entité constitue un enjeu essentiel pour la réussite du rapprochement : il doit permettre la rétention des individus mais aussi la mise en place d'une dynamique de croissance bénéficiant de l'adhésion d'un personnel motivé.

• Une communication financière adaptée

La perception positive du marché est un élément déterminant dans la réussite d'un rapprochement ; c'est pourquoi une communication financière spécifique doit être développée afin d'éviter un décalage entre la réalité et cette perception ou une analyse trop centrée vers le court terme des analystes et investisseurs. Les thèmes à privilégier sont l'effet du rapprochement sur la création de valeur, détaillé pour les principaux déterminants, le terme attendu de réalisation mais aussi l'impact stratégique sur le moyen terme. Ceci est d'autant plus nécessaire que l'investissement est élevé et peut entraîner une destruction de valeur à court terme tout en offrant des perspectives très positives ensuite. ●