

# ALLIANZ & DRESDNER, L'HISTOIRE D'UN MARIAGE RATÉ



**Georges Pujals**

Analyste M&A  
Bureau van Dijk

Économiste  
OFCE

**Cette union fondée en 2001 sur de grandes ambitions n'a jamais fonctionné et s'est même révélée très coûteuse pour l'assureur allemand. Toutefois, la vente tant attendue de sa filiale bancaire ressemble plus à un "au revoir" qu'à un "adieu".**

Après plusieurs mois de discussions, l'assureur Allianz est parvenu à un accord concernant la vente de sa filiale bancaire à Commerzbank pour un montant de 9,8 milliards d'euros (encadré 1). L'histoire avait pourtant bien commencé en avril 2001, lorsqu'Allianz avait acquis

à prix d'or Dresdner Bank pour 24 milliards d'euros. À cette époque, ses dirigeants faisaient le pari que leurs assurés seraient nombreux à ouvrir des comptes auprès de Dresdner et vice versa, ce qui devait permettre de multiplier les ventes croisées. Au final, cet investissement n'a jamais été rentable. Au contraire, Dresdner n'a cessé de peser sur les comptes de sa maison mère et la récente crise des subprimes n'a fait qu'aggraver la situation. C'est pourquoi, le patron d'Allianz, qui avait longtemps rejeté l'idée d'une cession, a fini par s'y conformer sous la pression des investisseurs.

Pour l'assureur munichois, la vente de Dresdner est incontestablement un aveu d'échec, à la fois financier et stratégique. Sur le plan financier, l'assureur aura non seulement perdu près de 60 % de sa mise initiale, mais aussi son cours

de bourse aura aussi été fortement pénalisé par ce mariage raté [1]. D'un point de vue stratégique, il ressort qu'Allianz n'a jamais réussi à traduire dans les faits ses grandes ambitions initiales en matière de bancassurance. Il en existe deux raisons principales.

Tout d'abord, l'assureur a commis l'erreur de conserver l'activité de banque d'investissement Dresdner Kleinwort au sein d'une stratégie où elle n'avait pas sa place. Le sort aura voulu que cette dernière devienne par la suite son talon d'Achille. En outre, les établissements bancaires qui ont réussi dans la bancassurance possédaient déjà au départ une clientèle de banque de détail très importante, d'où une commercialisation plus aisée des produits d'assurance. Or, cette base de clientèle est précisément le point faible des banques privées allemandes en raison du poids considérable des établissements publics sur ce segment du marché.

Pour autant, Allianz ne tourne pas définitivement la page de la bancassurance. À l'issue de l'opération, il sera, en effet, le premier actionnaire du nouvel ensemble avec près de 30 % du capital. De plus, l'assureur a habilement négocié sa sortie. Il devient le fournisseur exclusif en produits d'assurance du nouveau groupe bancaire pour une durée de quinze ans [2]. Allianz souhaite ainsi poursuivre le placement de ses poli-

#### 1. PRINCIPALES OPÉRATIONS DE M&A DANS LE SECTEUR BANCAIRE MONDIAL

Transactions annoncées entre le 14 juillet et le 11 septembre 2008 ; en millions d'euros

Acquéreurs (Pays)	Cibles (Pays)	Montant	Date d'annonce
Commerzbank (Allemagne)	Dresdner Bank (Allemagne)	9 792,00	31 août
Banco Santander (Espagne)	Alliance & Leicester (R-U)	1 677,69	14 juillet
Bank of Nova Scotia (Canada)	E*Trade Canada (Canada)	281,60	14 juillet
Credito Valtellinese (Italie)	Cassa di Risparmio di Fano (Italie)	354,00	30 juillet
Crédit Suisse (Suisse)	Asset Management Finance Corp. (États-Unis)	244,65	26 août
Caja Madrid (Espagne)	Hipotecaria Su Casita (Mexique)	217,89	22 juillet
Nationwide BS (R-U)	Derbyshire BS et Cheshire BS (R-U)	n.c.	8 septembre
BNP Paribas* (France)	Insinger de Beaufort (P-B)	n.c.	1 <sup>er</sup> août

Source : ZEPHYR – outil d'information Bureau van Dijk.

Notes : (a) Seules les fusions et/ou les acquisitions conduisant à un contrôle de plus de 50 % du capital de la cible sont considérées ; (b) l'acquéreur est obligatoirement un établissement bancaire au sens large ; (c) "n.c." signifie "non communiqué".

\* Cette opération se déroulera en trois temps. Tout d'abord, sa filiale BNP Paribas Private Bank va acquérir, pour 60 Mls d'euros, 35 % d'Insinger de Beaufort BV, la holding de Bank Insinger de Beaufort. Ensuite, elle lui apportera ses activités de banque privée aux Pays-Bas (Nachenius Tjeenk) et au Royaume-Uni. Ces apports seront rémunérés en actions du nouveau groupe pour porter la part de BNP Paribas autour de 60 %. D'ici à 2013, BNP Paribas bénéficiera enfin d'options d'achat sur le solde du capital.

[1] Depuis avril 2001, l'action Allianz a perdu 60 % de sa valeur et a "sous-performé" d'environ 40 % l'ensemble du secteur des assurances en Europe.

[2] Il évince au passage sa rivale italienne Generali, qui est partenaire de Commerzbank depuis 1999.

## DRESDNER BANK : UN PARI RISQUÉ POUR COMMERZBANK

ces d'assurance auprès d'un réseau bancaire encore plus vaste, non plus dans le cadre d'une stratégie intégrée mais sur la base d'un partenariat privilégié. Un modèle moins gourmand en capital et surtout nettement moins risqué!

### PANORAMA DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DANS LE MONDE

■ **Le 14 juillet, Banco Santander a annoncé le lancement d'une OPE amicale sur l'ex-building society Alliance & Leicester (A&L) pour près de 1,3 milliard de livres.** Avec 254 agences et plus de cinq millions de clients supplémentaires, l'acquisition d'A&L marque une étape importante dans le développement de l'activité du géant ibérique au Royaume-Uni. Ce dernier y est présent depuis 2004 suite à l'acquisition d'Abbey National pour 12,1 milliards d'euros. À l'issue de la fusion entre A&L et Abbey, le nouvel ensemble détiendra une part de marché nationale de 7,6 % en termes d'agences (959), environ 8 % des dépôts et 12,9 % des prêts hypothécaires. Cette opération va lui permettre de réaliser d'importantes synergies de coûts évaluées à 180 millions de livres (226 millions d'euros) d'ici à 2011. Audacieux mais pas téméraire, l'établissement espagnol prévoit de réduire les actifs combinés d'Abbey et d'A&L afin de limiter les risques liés à l'augmentation de son exposition au marché britannique.

■ **Nationwide, la plus grosse building society britannique, a fait savoir début septembre qu'elle allait fusionner avec ses deux homologues Derbyshire et Cheshire, respectivement 9<sup>e</sup> et 11<sup>e</sup>.** Affectés par de lourdes pertes au premier semestre 2008, ces derniers l'auraient approché séparément au cours des der-

**Dans le cadre du rachat de sa compatriote Dresdner Bank, la deuxième banque privée allemande devra mener une restructuration délicate dans un environnement particulièrement dégradé.**

■ Le 31 août, Commerzbank (Coba) a annoncé l'acquisition de Dresdner Bank, pour 9,8 milliards d'euros [1]. Elle était en compétition avec la banque publique chinoise China Development Bank (CDB). Ce rachat s'effectuera en deux temps. Coba rachètera 60,2 % du capital de sa rivale d'ici à fin janvier 2009, puis le solde dans le courant du second semestre 2009. La composante titres représente près de 75 % [2] du financement de l'opération. Alors que les autorités allemandes ont salué la naissance d'un second "poids lourd" de la banque outre-Rhin, cette opération a été accueillie avec inquiétude par les syndicats et avec scepticisme par les marchés.

■ Outre les augmentations massives de capital prévues, deux autres points suscitent les craintes des investisseurs. Tout d'abord, ces derniers jugent le prix payé par Coba trop élevé : il correspond à plus des deux tiers de sa capitalisation boursière. Ensuite, ils considèrent cette opération aux modalités complexes hautement risquée. Touchée de plein fouet par la crise des subprimes, l'ex-filiale d'Allianz affiche en effet un milliard d'euros de perte au premier semestre 2008 et une dégradation est encore possible. D'autre part, même si Commerzbank a déjà montré qu'elle était en mesure de mener à bien une intégration d'envergure (Eurohypo), certains doutent de ses capacités à restructurer efficacement Dresdner, réputée résis-

tante aux changements.

■ Malgré l'existence de tels risques, il n'en reste pas moins que le rachat de la 3<sup>e</sup> banque allemande a stratégiquement du sens pour Commerzbank. En premier lieu, celle-ci double de taille (environ 1100 milliards d'euros d'actifs) et conforte sa place de n° 2 du secteur bancaire outre-Rhin tout en restant loin derrière Deutsche Bank (2000 milliards). À la tête de 11 millions de clients particuliers et d'un vaste réseau composé de 1 540 agences [3] (qui devraient être ramenées à terme autour de 1 200), le nouvel ensemble va également devenir la première banque de détail allemande avec un leadership auprès des PME (Mittelstand). Par ailleurs, les deux établissements sont complémentaires, ce qui permettra au nouveau groupe d'offrir un profil d'activités plus équilibré. Enfin, COBA se met à l'abri d'une offre hostile qui était tant redoutée. Une fois l'opération finalisée, l'assureur germanique détiendra en effet une part du capital supérieure à la minorité de blocage.

■ Sur le plan financier, Commerzbank évalue les synergies dégagées par l'opération autour de 5 milliards d'euros d'ici à 2012. À cet effet, 9 000 suppressions d'emplois sont prévues sur un total de 67 000, dont 6 500 en Allemagne. La banque d'investissement Dresdner Kleinwort, dont l'activité sera réorientée [4], les fonctions centrales des deux établissements ainsi que les back offices devraient être les plus concernés par les restructurations à venir. Plus symbolique encore, la marque Dresdner va disparaître après 136 années d'existence.

[1] Le coût réel de l'acquisition pour Commerzbank est égal à 8,8 Mds d'euros. En effet, 975 Mls d'euros correspondent à un fonds financé par Allianz afin de couvrir les risques de nouvelles dépréciations d'actifs que pourrait subir son ancienne filiale.

[2] Pour le reste, il s'agit de 1,6 Mds d'euros en numéraire et de la cession à Allianz de son gestionnaire d'actifs Cominvest valorisé 700 Mls d'euros.

[3] Sur un total de 1 074 agences Dresdner, seules 720 figurent dans le périmètre de l'opération. OLB restera dans le giron d'Allianz.

[4] COBA envisage de la recentrer sur les métiers moins risqués du service et du conseil aux entreprises au détriment du trading.

nières semaines afin d'assurer leur survie dans un contexte de marché qui leur est défavorable. Le nouveau groupe disposera de 191 milliards de livres d'actifs. Cette opération intervient seulement un an après la

réalisation d'un précédent rapprochement entre Nationwide et une autre building society, Portman, à la fin août 2007. ■

Achévé de rédiger le 11 septembre 2008.