

Après une année 1997 exceptionnelle, les restructurations devraient se poursuivre dans le secteur bancaire européen. Les banques françaises sont en position délicate, susceptibles de devenir acquéreurs ou d'être la cible d'OPA.

# Les banques «opéables» en Europe



Gaël de Pontbriand  
Associé  
Coopers & Lybrand  
Corporate Finance

L'année écoulée aura été exceptionnelle dans le domaine des restructurations bancaires. Après tant d'événements\*, peut-on envisager une accalmie ? L'année qui commence et les prochaines sont susceptibles de faire oublier 1997 très rapidement.

En effet, les facteurs favorables au lancement d'opérations de rapprochement (OPA, fusions...) sur les banques cotées vont se renforcer en Europe, notamment en France. Seuls le délai et les modalités de réalisation pourraient différer selon les pays, le style des prédateurs et les moyens de défense des cibles. Par ailleurs, dans certains cas, les rôles pourraient s'inverser et le prédateur devenir cible.

## Les facteurs favorables aux OPA subsistent

**La surcapacité bancaire** dans la banque de particuliers existe dans plusieurs grands pays (une agence pour plus de 3 000 personnes au Royaume-Uni ; pour environ 2 000 en France et en Allemagne). La destruction de cette surcapacité passe par de nouvelles opérations domestiques d'acquisition : le Royaume-Uni, les Pays-Bas et, plus récemment, la Suisse ont engagé le processus alors que les réseaux d'agences continuent de se développer en Italie et en Espagne. Ces disparités devraient s'estomper dans la zone euro avec des réseaux de distribution nouveaux dont les investissements pourront être amortis dans un secteur plus vaste.

**L'effet de taille** : avec l'introduction de l'euro, les champions nationaux d'aujourd'hui ne seront plus que d'importantes banques régionales au sein de l'Europe. Les parts de marché de 20 % ou 30 % de collecte de l'épargne dans un pays donné vont se transformer en parts inférieures à 5 %.

Cette nouvelle donne incitera certains acteurs à s'intéresser plus aux banques situées hors de leur région économique.

**Les économies d'échelle et de gamme** existent dans certains métiers tels que la gestion pour compte de tiers et la conservation des titres. Les banques ayant fait le choix stratégique de se positionner sur eux ne se satisfont plus d'une croissance interne trop lente. Les nouveaux investissements en technologie nécessitent de traiter des masses plus importantes. La globalisation des marchés pour les activités de banques d'affaires a conduit à l'absorption de la quasi-totalité des principales «*merchant banks*» britanniques. Les coûts des nouveaux systèmes de contrôle, de passage à l'euro et à l'an 2000, vont peser sur la rentabilité des établissements de taille moyenne et ainsi finaliser le processus de leur adossement qui est maintenant engagé depuis plusieurs années avec l'appui tacite ou explicite des autorités bancaires. Les économies à réaliser pour assurer la distribution d'une gamme plus étendue de produits conduisent non seulement des banques à s'intéresser aux compagnies d'assurance mais aussi des non-banques à acquérir des banques.

**Les exigences des actionnaires** pour améliorer la performance financière des banques se renforcent. Martin Ebner a joué un rôle clef dans le rapprochement UBS-SBS mais également dans la fusion Crédit suisse-Winterthur malgré l'échec du rapprochement UBS-Crédit suisse. Les cessions d'une partie importante des activités de banques d'affaires de NatWest et de la Barclays peuvent être attribuées à la volonté de certains actionnaires de voir les titres de ces banques être mieux valorisés. L'extension des méthodes anglo-saxonnes d'exercice du pouvoir aux banques d'Europe continentale incitera les dirigeants à prendre des initiatives pour mieux répondre aux attentes de leurs actionnaires et, notamment, des institutionnels.

\* Notamment, en Europe, le rapprochement de l'Union des banques suisses avec la Société de banque suisse, la décision de Barclays Bank et de la Natwest de céder une partie importante de leur activité banque d'affaires, la fusion de la Bayerische Vereinsbank avec la Bayerische Hypotheken Bank, le rachat de la BBL par ING, les fusions Cariplo/Ambroveneto et Crédit Suisse/Winterthur...

L'«**effet de troupeau**» dénoncé par André Lévy-Lang pourrait devenir, dès cette année, un catalyseur important de nouvelles initiatives de prise de contrôle en Europe, ce que Patrick Careil résume par : «*aller vite car il n'y a plus grand chose*». De fait, en 1997, un phénomène de rareté s'est traduit par une envolée du prix de transactions aux États-Unis, atteignant souvent vingt fois les résultats nets et deux à trois fois les capitaux propres. La transaction Nationsbank/Barnett Bank s'est réalisée sur la base de 24 fois les résultats, soit 4 fois les capitaux propres. A ce niveau de prix, les chances de succès, c'est-à-dire de créer de la valeur pour les actionnaires, se sont considérablement amenuisées. Les banques commerciales européennes n'en sont pas encore là mais la montée des prix pourrait devenir un obstacle.

## Les obstacles aux OPA s'atténuent

**La structure de l'actionnariat.** Le nombre de banques ou de non-banques susceptibles de réaliser d'importantes OPA (plus de 10 milliards de francs) dans un pays reste relativement important malgré le mouvement de concentration récemment observé.

Aux privatisations en Espagne, en France et en Italie pourraient succéder des démutualisations telles que celles réalisées au Royaume-Uni par *les building societies*. Pour expliquer le changement de statut de sa compagnie, Manfred Zohl, président de Swiss Life, déclarait : «*L'alternative était : demeurer une mutuelle et mourir lentement, ou changer de forme juridique.*» Sans que l'alternative se pose aussi brutalement et à court terme pour la majorité des banques coopératives et mutuelles continentales, on peut s'interroger sur la pérennité des structures actuelles de certains marchés tels que le marché allemand où les caisses d'épargne contrôlent près de 50 % du marché des crédits et des dépôts, les banques mutuelles ou coopératives 25 %, ce qui ne laisse que 25 % du marché aux banques commerciales locales et étrangères. Le partage à environ 50-50 en France pourrait évoluer lorsque les banques françaises seront restructurées, les règles du jeu devenues identiques à travers l'Europe, et que les grandes banques étrangères exerceront une concurrence plus forte. Dans la zone euro, les distorsions régionales actuellement très importantes pourraient s'atténuer à moyen terme, d'autant plus que les intervenants à caractère coopératif ou mutualiste sont eux-mêmes plus actifs dans le lancement d'OPA sur des établissements cotés. Cette asymétrie liée au statut juridique entre banques deviendra anachronique dans un marché plus ouvert.

**L'environnement socio-politique.** Les acquéreurs de banques à travers des OPA ne sont plus nécessairement perçus comme des prédateurs. Les États voient mieux la nécessité de créer des champions nationaux (Pays-Bas, Suisse), régionaux (Benelux...), et ne disposent plus de tous les leviers pour maîtriser les rapprochements qu'ils pourraient encourager. Le pouvoir exercé par chaque État s'est progressivement transféré vers Bruxelles.

Par ailleurs, l'incapacité des dirigeants à s'entendre dans certaines opérations (Générale de banque/BBL, UBS/Crédit suisse) n'a souvent retardé l'échéance que de quelques mois. Si le coût social, et donc politique, est faible au Royaume-Uni, il reste élevé dans la plupart des pays du continent ; la pyramide des âges dans les banques françaises et allemandes devrait permettre de réduire plus facilement les effectifs après une OPA.

Mais la réduction d'effectifs, source d'amélioration des coûts dans la plupart des banques, reste un obstacle majeur au lancement d'OPA dans les pays où la législation sociale est très protectrice. Le rapprochement UBS/SBS va permettre une diminution annuelle des coûts de 3,5 milliards de francs suisses, essentiellement par une réduction de 25 % des effectifs soit 13 000 personnes. L'économie annuelle prévue par Nationsbank s'élève à 915 millions de dollars, soit 55 % des coûts opérationnels annuels de Barnetts Bank !

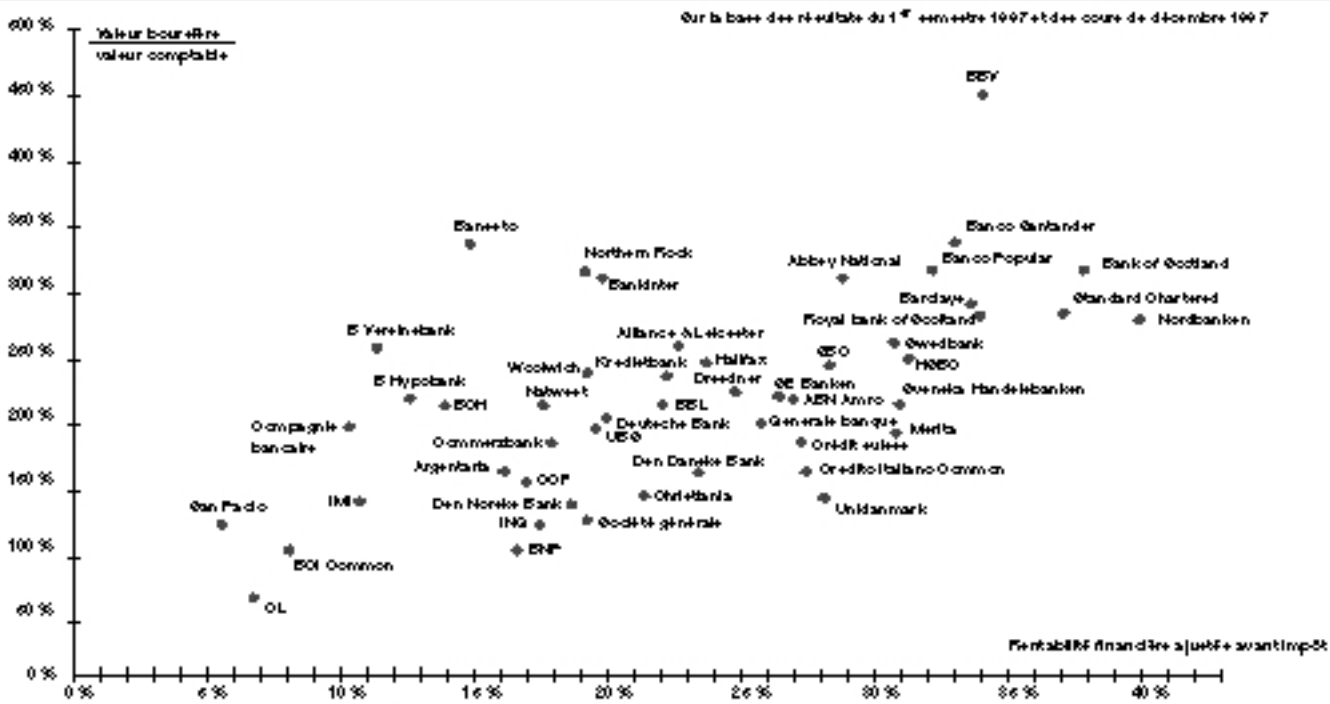
Les actionnaires du noyau stable, de référence, etc. assuraient également une protection aux dirigeants qu'ils avaient choisis. Aujourd'hui, et plus encore demain, ces actionnaires doivent eux-mêmes rendre des comptes à leurs propres actionnaires sur leurs participations bancaires. Dans un environnement où les États sont amenés à privatiser et les grands groupes industriels à recentrer leur stratégie, les participations bancaires devront être reclassées, élargissant ainsi l'offre d'«opéables». Enfin, les réactions locales au lancement d'opérations par des banques étrangères ne sont plus aussi vives... même lorsqu'il s'agit d'opérations plus ou moins hostiles (ING/BBL Generali/AGF).

**Les prises de contrôle hostiles.** «*Les OPA hostiles ne mènent nulle part*», soulignait récemment Rolf Breuer, président de la Deutsche Bank. Les opérations hostiles réussies dans le secteur bancaire restent très rares (à l'exception, notable, de Wells Fargo sur First Interstate). Adhésion des dirigeants et de la clientèle, difficulté à apprécier les risques sont les arguments le plus souvent avancés.

Le secteur bancaire pourrait néanmoins voir plus d'opérations hostiles dans les années à venir. En effet, le phénomène de rareté s'accroissant dans cer-

«*Dans un environnement où les États sont amenés à privatiser et les grands groupes industriels à recentrer leur stratégie, les participations bancaires devront être reclassées, élargissant ainsi l'offre d'«opéables».*»

## 1 La rentabilité, clé de la valorisation boursière



Ce *mapping* permet d'illustrer plusieurs points.

- Une forte relation (coefficient de corrélation 0,69) existe à un instant «t» entre la valorisation d'une banque et la rentabilité des fonds propres investis.
- Les perspectives de croissance des résultats ou une meilleure diversification des risques peuvent expliquer les déviations de la Banesto ou de la BBV.
- La relation devient encore meilleure (coefficient de

corrélation 0,81) pour les 22 banques analysées et ayant une capitalisation boursière supérieure à 60 milliards de francs, ce qui pourrait indiquer que, pour cette catégorie des grands acteurs, les profils de risque et les perspectives de rentabilité tendent à s'homogénéiser.

- Le marché bancaire européen reste à faire. Les banques espagnoles, très rentables depuis de nombreuses années, sont fortement valorisées par

rapport aux banques nordiques ayant une rentabilité parfois supérieure mais dont le niveau de performance est moins stable (crise du début des années 1990). Les banques commerciales britanniques, également très rentables, occupent une situation intermédiaire (à l'exception de Lloyds-TSB).

Au centre du *mapping*, on retrouve des banques à valorisation moyenne (1,5 à 2,8 fois la valeur nette comptable avec des ROE avant impôt de 18 à 28 %).

Elles sont principalement belges, suisses, allemandes ; également les *building societies* récemment introduites en bourse et disposant de fonds propres particulièrement élevés (tier 1 supérieur à 10 %). Les banques les moins performantes sont essentiellement françaises et italiennes. A performance instantanée égale, les valorisations restent très différentes (Banesto est valorisée trois fois plus que la BNP pour un ROE proche au premier semestre 1997).

- taines régions européennes, les vingt à trente banques qui affichent actuellement des ambitions européennes devront batailler pour acquérir les quelques acteurs significatifs disponibles. La meilleure transparence de certaines institutions, due à la fois à leur spécialisation clientèle et/ou produit et aux informations financières plus détaillées qu'elles publient, permet une meilleure appréhension des risques pour lancer une OPA hostile. Enfin, le dédommagement du «vaincu» d'une OPA hostile peut être très attractif comme tendrait à le montrer l'accord Allianz/Generali.

La plus grande agressivité des banques entraînera un accroissement du taux d'échec des acquisitions bancaires qui, jusqu'à présent, était particulièrement faible. En procédant amicalement, les banques ont mieux réussi leurs OPA que d'autres secteurs où, selon plusieurs études récentes, le taux d'échec mesuré par la création de valeur varie de 50 à 75 %.

**Le montant.** Un montant absolu de capitalisation boursière peut-il protéger contre une OPA ? Pour Martin Kohlhausen, président de la Commerzbank dont la capitalisation récente s'élevait à 90 milliards de

francs : «*La hausse de la capitalisation boursière ne constitue pas une garantie contre une tentative d'OPA, mais représente cependant un bouclier.*» Aux États-Unis et en Europe, le montant des transactions ne cesse de croître. La protection est donc relative pour les quelque vingt-cinq banques européennes dont la capitalisation était supérieure à 60 milliards de francs, fin 1997. Avant l'opération avec la SBS, la capitalisation boursière de l'UBS était supérieure à 170 milliards de francs français !

Cette situation instable conduit les dirigeants à adopter des stratégies plus différenciées : recentrage géographique (acquisitions locales par les banques anglaises) et sur une clientèle (particuliers) ; recentrage et expansion à l'étranger sur des métiers porteurs (banques suisses, allemandes et néerlandaises) pour la gestion de fonds et la banque d'affaires ; recherche de taille critique (banques italiennes), marchés nouveaux (banques espagnoles et ING).

## Position ambiguë des banques françaises

Face aux facteurs fondamentaux incitant à lancer des OPA, existe-il la même probabilité pour qu'un établissement soit acquéreur ou cible ?

Le rapprochement entre la valorisation relative (valorisation boursière/fonds propres) et la rentabilité des fonds propres avant impôt  $\oplus$  pour une cinquantaine de grandes banques européennes, sur la base des résultats du premier semestre 1997, permet de mesurer quelques enjeux.

Dans la mesure où les obstacles s'amenuisent, les OPA des deux à trois prochaines années pourraient suivre un scénario avec :

- des acquisitions d'expansion par les banques les mieux valorisées et ayant atteint une très forte position locale. Elles pourront offrir leurs titres en échange des titres de leurs cibles ;
- des acquisitions de défense (fusion) pour les banques devant consolider leur position sur leur marché domestique et pour se protéger contre une OPA hostile. Ces acquisitions tendraient à être payées avec des liquidités.

Dans ce scénario, quelques grandes banques françaises sont dans une situation ambiguë, à mi-chemin entre une position d'acquéreur potentiel d'un autre grand concurrent européen, et celle de cible. Pour lever cette ambiguïté, le marché boursier a besoin de pouvoir percevoir rapidement une amélioration sensible du taux de croissance des résultats et, donc, de la rentabilité de leurs fonds propres.

Sans cette revalorisation de leur capitalisation, toutes les banques françaises sont susceptibles d'être acquises par d'autres banques européennes... ou par des non-banques non européennes s'intéressant au secteur (General Electric, par exemple).

Après les privatisations, les pouvoirs publics doivent jouer un rôle important pour des réformes de structure qui contribueront aussi à améliorer la rentabilité de l'ensemble des banques françaises. Performance financière, transparence et prévisibilité (donc maîtrise des risques) sont nécessaires pour que quelques-unes émergent dans le cadre de l'Union européenne. ■