
Les chroniques de la Revue d'Économie Financière

La Revue d'Économie Financière s'efforce, depuis sa création, de développer une politique systématique de publication d'indicateurs financiers. La publication régulière de séries statistiques comparatives nous semble, en effet, constituer un instrument privilégié permettant de nourrir la réflexion en matière d'économie financière.

Notre originalité tient, nous semble-t-il, à l'utilisation systématique des comparaisons internationales. C'est l'ouverture sur l'étranger qui constitue en effet l'axe stratégique de notre politique éditoriale. Concrètement, dans chaque livraison de notre Revue, notre politique de publication d'indicateurs financiers originaux est mise en œuvre à trois niveaux, à travers :

- la publication d'indicateurs micro-économiques commentés ;
- les « points de vue » de nos correspondants étrangers qui analysent, chaque trimestre, la conjoncture financière et monétaire de leur pays respectif ;
- la construction de séries statistiques homogènes qui seront mises à jour annuellement.

Dans ce dernier domaine, nous avons choisi de publier quatre séries d'indicateurs, sous forme de chroniques :

- l'utilisation des moyens de paiement (CREP) ;
- les comportements d'épargne des ménages (CREP) ;
- les flux financiers internationaux (en pré-

paration avec la collaboration éventuelle du CEPII) ;

- les fusions et acquisitions dans le secteur financier (Caisse des dépôts et consignations).

C'est ce nouvel indicateur qui est inauguré dans ce numéro de notre Revue.

Au moment où la perspective du Grand marché intérieur et la baisse du cours des actions tendent à favoriser les opérations de croissance externe, il nous est paru intéressant de dresser la liste des 100 premières opérations d'acquisitions opérées dans le secteur financier au cours de l'année 1986.

Un indicateur brut n'ayant que peu de signification en soi, il nous est apparu indispensable de faire précéder ce classement d'une mise en perspective théorique et de faire suivre d'une analyse pays par pays permettant de mettre en lumière les spécificités nationales (notamment au plan réglementaire).

Nous espérons que le lecteur trouvera là un nouvel instrument de réflexion qui sera enrichi d'année en année, persuadé qu'en inaugurant cette rubrique nous leur offrons d'ores et déjà un outil d'information qui n'est disponible nulle part ailleurs.

La Direction scientifique

I. Le développement des fusions et acquisitions : causes et conséquences

Ugur MUL DUR* Caisse des dépôts et consignations.

108

OPA-mania, *raiders*, chantage au billet vert, chevalier noir, pilules empoisonnées, obligations pourries, batterie anti-requins : la description des techniques d'opérations de fusions et d'acquisitions (F&A) en ces termes véhicule auprès du grand public et des médias une image négative de cette activité somme toute relativement banale dans une économie d'échange capitaliste. A la veille de 1992, l'Europe ne peut éluder une discussion de fond sur la nécessité ou non des F&A transfrontalières pour le développement de l'intégration économique. L'effervescence du marché européen n'a rien à envier au marché américain. A elles seules, les acquisitions dans le secteur financier européen atteignent une valeur totale de 17 milliards d'Ecus en 1986, dans un secteur réputé pourtant peu perméable aux opérations des F&A, en particulier aux OPA hostiles, en raison de

sa spécificité et de la sensibilité importante des pouvoirs publics à son égard¹.

On entend souvent dire que ces opérations de F&A sont défavorables aux actionnaires des entreprises, qu'elles aboutissent à un gaspillage des ressources économiques ou encore à une perte d'indépendance des industries nationales, et enfin qu'elles affaiblissent la sécurité des marchés de capitaux. Des critiques souvent infondées, qui résistent mal aux arguments d'une analyse scientifique menée tant sur plan théorique qu'empirique.

Michaël C. Jensen, un des plus célèbres spécialistes de la question, parle à ce sujet de « folklore » accompagnant nécessairement ces opérations, qui sont spectaculaires par les sommes qu'elles engagent, par les techniques complexes qu'elles utilisent et sans doute aussi par le fait qu'elles mettent au grand jour le pouvoir financier de certains capitalistes².

Une question d'anticipation

Beaucoup d'études empiriques démontrent³ en fait que les actionnaires sont les premiers à bénéficier des opérations de F&A. En particulier

* - Je remercie pour leurs remarques Michel Castel, Pierre-Marie Lamac, Olivier Pastré, Yves Ullmo et Jean-François Vincensini. Il va de soi cependant que cet article n'engage que son auteur.

1 - Les spécificités des F&A dans le secteur financier ne seront pas abordées dans cet article. Le lecteur intéressé par cette question pourra se reporter à R.P. Beatty, A.M. Santomero et M.L. Smirlock « Bank merger premiums: analysis and evidence », *Salomon brothers center/New York university, monograph* 1987-3. J. Revell « Mergers and the role of large banks », *Institute of European finance. Research papers* n° 2, Bangor 1987. Stephen A. Roades « The implications for bank merger policy of financial deregulation, interstate banking and financial supermarkets », *Federal reserve board publications, staff studies*, 1984.

2 - Michaël C. Jensen « Takeover : folklore and science » *Harvard Business Review*, n° 6, 1984. L.E. Browne et E.S. Rosengren « Should states restrict takeovers » *New England economic review*, juillet/août 1987. Voir pour autre appréciation : J.M. Scherer « Take over : Present and Future Dangers, *The Brookings Review* », hiver-printemps 1986. D. Nora « Les possédés de Wall Street », *Denoël*, 1987. K. Auletta « Greed and Glory on Wall Street », *Penguin Books*, 1986.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

ceux de l'entreprise-cible, qui bénéficient en moyenne d'un gain de 30 % dans le cas d'une opération d'acquisition et de 20 % dans le cas d'une fusion. Ceux de l'entreprise-acquéreur gagnent peu en cas d'acquisition (4 %), et rien en cas de fusion⁴. Les perspectives de gains sont donc importantes en cas de réussite des opérations⁵, en revanche les actionnaires s'exposent en général à un risque de perte peu élevé si l'opération échoue (− 3 % en moyenne).

De plus, ces nouveaux gains, générés par les opérations des F&A, ne proviennent ni d'un simple transfert de valeurs entre deux sociétés ni de la création d'un monopole ni de la réduction de la concurrence. Ils résultent plutôt de facteurs tels que : l'anticipation portée par le marché sur la réduction des coûts de production et de distribution ; la réalisation d'économies d'échelle ; l'adoption de techniques de production ou d'organisation plus efficaces⁶ ; la diminution des *agency costs* par l'organisation spécifique des actifs sous la propriété commune⁷ ; ou encore une utilisation optimale des avantages fiscaux et un recours à l'endettement externe⁸.

En revanche, il est vrai qu'il s'agit là essentiellement de gains à court terme (jusqu'à six mois après l'acquisition ou la fusion). Pour savoir si cette anticipation du marché s'est vérifiée dans les faits et si une synergie a pu être effectivement créée, nous avons besoin des études menées sur un temps plus long et permettant d'avoir une évaluation des effets à terme des acquisitions à la fois sur l'entreprise et sur le secteur dans lequel elle se trouve. Alors seulement on pourra parler de réels bénéfices sectoriels.

Sur le plan micro-économique, la fusion ou l'intégration de deux entreprises peuvent être considérées comme économiquement viable à long terme, à une seule condition : la nouvelle entité économique ainsi formée doit arriver à dégager un *cash flow* disponible supérieur à la valeur totale de ceux dégagés séparément par les deux entreprises avant leur fusion. Cela n'est possible qu'à travers la réalisation d'une meilleure réallocation des actifs ainsi que d'une forte réduction des coûts d'organisation et d'information désormais communs aux deux sociétés — même si cela amène dans une première étape une contraction de l'équipement productif et de son personnel.

En l'absence d'études probantes, devrait-on admettre la validité des critiques portant sur la myopie économique de l'activité de F&A, pénalisant la mise en place des stratégies de croissance interne et à long terme par les entreprises ?

Certaines opérations de F&A à motivation commerciale, dont l'objectif est la « vente en compartiment » de grands conglomerats, ont renforcé l'idée, dans l'opinion publique, d'un bradage ou d'un gaspillage des actifs industriels. Mais, la réussite fréquente de ces opérations ne tend-elle pas à renforcer aussi la thèse selon laquelle une gestion autonome des petites entités économiques peut s'avérer parfois plus efficace qu'une gestion interdépendante d'une collection conglomérale, parfois hasardeuse, des actifs financiers et industriels ?

Par ailleurs, si on ne voit pas très bien de quel gaspillage il s'agit dans le cas d'opérations de F&A réalisées par l'échange de titres, on oublie trop souvent que les importantes masses de liquidités, consacrées aux opérations de rachat, sont en réalité réinjectées dans l'économie. L'acquisition d'entreprises étrangères ou autochtones n'est pas une dépense inutile des ressources internes d'un

109

3 - La littérature dans ce domaine est essentiellement anglo-saxonne : D. Kummer et R. Hoffmeister, « Valuation consequences of cash tender offers », *Journal of Finance* n° 33, 1978. P. Dodd et F. Ruback « Tender offers and stock holder returns : an empirical analysis », *Journal of financial economics*, volume 5, 1977. M. Bradley, A. Desai et H.E. Kim, « The national behind interfirm tenders offers ; Information on synergy » *Journal of financial economics*, volume 11, 1983. C.G. Holderness et D.P. Sheehan « Raiders or Saviors ? The evidence on six controversial investors ». *JFE*, volume 14, 1985.

4 - M.E. Jensen, *idem*, p. 112.

5 - Le record est obtenu par « AXA » qui a dû payer pour la conquête de Providence S.A. un premium de 400 % (dernier cours coté avant l'offre : 766 F, prix offert par action 3724 F). Le niveau moyen des premium payés pour les OPA/OPE en France en 1986 était de + 38,2 %. Source : PF Publications.

6 - A. Chandler, « The visible hand : The managerial revolution », Belknap Press-Cambridge, 1977. O.E. Williamson, « The modern corporation : Origins, evolution, attributes », *Journal of economic literature*, n° 19, 1981.

7 - B. Klein, R. Crawford and A. Alchian, « Vertical integration appropriate rents and the competitive contracting process ». *Journal of law and economics*, 1978. M.C. Jensen « Agency costs of free cash flow : corporate finance and takeover ». *American economic review*, may 1986. M.C. Jensen and W.H. Meekling, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure ». *Journal of financial economics*, volume 3, 1976.

8 - M. Smirlock, R. Beatty et S. Madg « Taxes and mergers : a survey », Salomon brother center/New York university, monograph 1985-3.

CHRONIQUE

pays; c'est au contraire un moyen de réallocation productive des actifs des sociétés sur le plan international⁹.

Nous avons aussi besoin d'études approfondies cherchant à évaluer l'évolution de la structure organisationnelle et commerciale (productivité du travail, part de marché, importance de recherche/développement, etc.) aussi bien que financière (structure d'endettement, fonds propres, etc.) des entreprises ayant fait l'objet d'une opération de F&A.

De même, l'argumentation concernant le risque que font courir au système financier certaines techniques de financement des F&A ne semble pas fondée scientifiquement; elles portent sur l'utilisation des obligations de pacotille (*junk bonds*). Or il n'existe aucune relation de cause à effet entre cette innovation et les opérations de F&A. Ce nouveau marché, comme beaucoup d'autres, a vu le jour avec le développement de la titrisation à la fin des années soixante-dix. Aux Etats-Unis par exemple, seulement 26 % de nouvelles émissions des obligations de pacotille étaient consacrées au financement des opérations de F&A en 1985 — soit 2,1 % de l'ensemble des fonds mobilisés pour ces opérations dans ce pays. Ce sont, il est vrai, des obligations à haut risque mais en échange, elles sont aussi à haut rendement: celui-ci est en général supérieur de 3 à 5 % à celui des titres du Trésor américain. En réalité, ces obligations peuvent être revendues sur les marchés secondaires et elles ne fragilisent guère plus le système que d'autres innovations à haut risque. Mais il est vrai aussi que ce nouveau marché n'a connu qu'un contexte boursier de hausse généralisée: une analyse de son comportement face au retournement des marchés depuis la crise boursière du 19 octobre nous permettra par la suite de porter un jugement plus exact.

Un moyen de prévention

Il se trouve au contraire que le marché des F&A accroît l'efficacité des marchés de capitaux quand les mécanismes internes de direction et de contrôle des gestionnaires de l'entreprise fonctionnent peu ou mal. En procédant à une évaluation plus correcte de la valeur des entreprises, les F&A

constituent le dernier rempart pour les investisseurs contre la mauvaise conduite de celles-ci.

Elles les obligent à s'organiser en fonction de critères financiers plus efficaces. Plus particulièrement dans le secteur financier, le recours aux F&A en cas de faillite représente un moyen de prévention contre le risque de contagion. D'ailleurs, devant la prolifération des faillites bancaires de ces dernières années, A. Lamfalussy, président de la BRI, et P. Volcker, ancien président de la FED, n'ont pas hésité à encourager ce type d'opérations pour des institutions en difficulté. Ce souhait des autorités monétaires se comprend d'autant mieux qu'en matière bancaire, il y a également une dimension de biens collectifs et de risque du dysfonctionnement du système financier dans son ensemble.

Mais les activités de F&A témoignent surtout de l'existence d'un marché reconnu comme étant très porteur. Il est créé et animé par des intermédiaires, des hommes d'affaires chevronnés — comme Icahn, Goldsmith, Steinberg — et également des banques d'affaires, dont les principaux leaders sont, aux Etats-Unis, First Boston Group, Lazard Brothers, Morgan Stanley, Shearson Lehman Brothers ou, en France, Lazard Frères, Rothschild & Associés, Paribas et Suez.

Le marché américain, qui a pris toute son expansion ces dernières années, a quasiment doublé en deux ans passant de 122 milliards de dollars en 1984 à près de 225 milliards en 1986. De même, le marché français, certes encore balbutiant, a vu pourtant sa valeur totale doubler en un an pour atteindre en 1986 près de 61 milliards de francs (*source: PF Publication*).

LES F&A EN EXPANSION : CONDITIONS PERMISSIVES

Cinq éléments déterminants ont favorisé l'extraordinaire développement de ce marché des F&A ces dernières années.

LA RESTRUCTURATION DES ÉCONOMIES OCCIDENTALES

La volatilité des marchés et du prix des matières premières a transformé l'environnement,

9 - Allocution du ministre d'Etat, Edouard Balladur, en clôture du colloque sur l'investissement, le 9 décembre 1987. (*Les Notes bleues*), n° 364.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

durant les quinze dernières années. Celui-ci est devenu de plus en plus incertain et mouvant¹⁰. Aussi le ralentissement de la croissance économique n'est-il pas un des premiers facteurs? Les entreprises ont été obligées d'opérer de profondes restructurations ou tout au moins de déployer de nouvelles stratégies de marché¹¹.

Nombreuses sont celles qui font faillite, mais d'autres, sur le point de l'être, suscitent le développement naturel de la demande pour certains types de F&A, considérées comme des opérations de sauvetage. Un phénomène, encore très peu étudié en France, le développement des rachats d'entreprise par leur personnel¹², est une forme d'acquisition qui a représenté aux Etats-Unis 27 % de la valeur totale des F&A en 1985¹³.

Dans un environnement turbulent et face aux changements rapides, les mécanismes de réaction des grandes organisations, sont souvent lents et coûteux¹⁴. Ils rendent aussi souvent difficile et parfois inefficace le redéploiement stratégique de ces entreprises, qui deviennent ainsi la cible parfaite des opérations de prise de contrôle par l'intermédiaire des marchés de capitaux. De plus, nombreuses aussi sont les entreprises qui ont été tentées par la diversification, à la recherche de nouvelles synergies ou des secteurs plus rentables. Elles ont de ce fait accru l'offre pour les rachats de nouvelles entreprises. Certaines de ces acquisitions, mal préparées ou mal orientées par les managers, ont elles-mêmes généré de nouvelles acquisitions suivant le principe du chasseur chassé.

10 - Une enquête de la CEE sur les principales motivations des opérations de F&A montre que la restructuration, suivie de l'expansion et du renforcement de la position de marché, vient en première position.

11 - Voir OCDE « Ajustements structurels et performance de l'économie », 1988, notamment le chapitre 4.

12 - La Revue d'économie financière consacrera un numéro spécial à « la transmission d'entreprise » au 1^{er} trimestre 1989.

13 - M.C. Jensen : article cité plus haut « American economic review », mai 1986.

14 - Par ailleurs, on peut émettre un doute sérieux sur le bon fonctionnement de l'expertise interne et externe des entreprises au moment des crises. Voir le débat sur la crise financière organisé par la Revue d'économie financière, n° 3, décembre 1987.

L'ENGOUEMENT DE LA CROISSANCE EXTERNE

Les F&A sont aussi les vecteurs de la croissance externe des entreprises. Devant la détérioration des conditions d'investissement qui a suivi la crise de 1974, les managers des firmes en bonne santé financière ont eu tendance à privilégier cette dernière, trouvant là un moyen souvent plus rapide d'accéder au contrôle des parts de marché et de ressources plus importants. Ce phénomène a joué, aussi bien dans les secteurs en déclin que dans les secteurs nouveaux, en pleine croissance, comme les industries de haute technologie ou les nouveaux services.

Mais au-delà, comment expliquer cet engouement pour la croissance externe? Dans le premier cas, c'est que la création de nouvelles capacités de production est inutile dans un marché déjà saturé; dans le second cas, il était impossible pour les nouvelles firmes de dépasser les goulots d'étranglement en fin de phase de démarrage ou de développement de leur cycle de vie.

Pour les économistes d'entreprise, cet engouement des managers pour la croissance externe a également d'autres causes. La croissance des *agency costs*, liée aux conflits d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires de l'entreprise — particulièrement intenses au moment des redéploiements stratégiques —, expliquerait en partie le développement important des activités de reprises de contrôle. C'est du moins l'explication séduisante que développe ces dernières années cette école de pensée économique.

Au lieu de distribuer le *cash flow* disponible aux actionnaires, les managers préfèrent les utiliser pour acquérir de nouvelles entreprises. Ils augmentent ainsi à la fois leur pouvoir et les chances de promotion de leurs collaborateurs. Mais s'ils affectent ces excédents de liquidités dans des projets peu rentables, cela peut avoir pour effet d'augmenter les *agency costs* et de réduire, par voie de conséquence, l'efficacité de leurs entreprises.

Cette théorie tend à montrer que les opérations de F&A peuvent tout à la fois être la cause des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les gestionnaires et la réponse à ce problème. La mauvaise affectation des trésors de guerre accumulés par les entreprises (rachat d'une grande

CHRONIQUE

entreprise peu rentable, diversification erronée, etc.), peut aussi leur être fatale. L'équilibre entre le taux de croissance de l'entreprise et le niveau de ses ressources est fondamental. Les entreprises qui ont un taux de croissance rapide mais dont les ressources stagnent ou celles qui détiennent d'importantes liquidités tout en ayant une croissance peu élevée sont les proies idéales des *raiders*.

Les F&A sont le dernier recours pour les actionnaires en cas de faillite des mécanismes du contrôle interne de l'entreprise. Mais quoi qu'il en soit, la motivation des gestionnaires pour la croissance externe leur sera fatale, en cas d'une mauvaise affectation des liquidités de l'entreprise, puisque les marchés financiers pénalisent sévèrement la distribution de dividendes affaiblis par une baisse importante du cours des actions de leur société, la transformant ainsi en une firme facile à acquérir. Nombreuses sont les entreprises, comme Good-year ou Moët-Hennessy, qui ont été attaquées de cette manière ces dernières années à la suite d'une diversification mal assurée.

LA DÉRÈGLEMENTATION RAMPANTE

La dérèglementation et l'assouplissement des lois antitrust sont des facteurs importants dans la prolifération des opérations de F&A. Ce facteur est particulièrement important pour les opérations de F&A du secteur bancaire américain. Parallèlement aux barrières géographiques introduites par le Mc Fadden Act, l'amendement Douglas de Bank Holding Act de 1956 interdisait toute opération de F&A entre des banques d'Etats différents. Paradoxalement une réforme d'élargissement du champ d'application de cet acte en 1970 a stimulé le développement des F&A à l'intérieur des Etats. Mais la première brèche pour les F&A inter-Etat fut ouverte par The Garn St Germain Act de 1982 qui permettait sous certaines conditions l'acquisition des banques en difficulté par celles d'un autre Etat américain. Mais on s'attend à un impact encore plus considérable sur le développement des opérations de F&A « transfrontalières » aux Etats-Unis¹⁵, avec

15 - D. Amel et O. Keane « State laws affecting commercial bank branching multibank company expansion and interstate banking », *Issues in bank regulation* 10, automne 1986, pp. 30-38 et R.P. Beatty et *alii*, op. cité, chapitres II et III.

l'adoption récente des législations d'Interstate Banking par près de 30 Etats — même si certains ont introduit en 1987 des restrictions aux F&A.

En Europe la dérèglementation du monopole des agents de change et des frontières séparant les banques d'affaires des banques de dépôts ainsi que la libéralisation progressive des mouvements de capitaux furent des conditions permissives de l'augmentation des opérations de F&A bancaires et financières au cours de ces dernières années. Dans certains pays européens, les réglementations bancaires limitant l'ouverture des succursales sont également à l'origine de beaucoup de F&A qui constituent le seul moyen d'une expansion géographique pour les banques italiennes ou pour les banques étrangères résidentes en Espagne.

En somme, on observe d'une part que les pays où le mouvement de dérèglementation est très avancé sont également ceux qui possèdent les plus importants marchés de F&A ; et d'autre part que les secteurs les plus dérèglementés — comme les services financiers, les transports, l'industrie du gaz et du pétrole — sont aussi ceux qui exercent les activités de F&A les plus intenses¹⁶.

En atténuant les frontières d'activités, la dérèglementation a renforcé les mouvements d'entrées et sorties intersectorielles. Le champ de compétition ainsi élargi a favorisé ces opérations. Ces dernières sont aussi pour les investisseurs un moyen peu coûteux de désengagement d'un secteur ; ils peuvent, par ce biais, récupérer rapidement leur investissement en capital et le réallouer dans d'autres activités. Le marché des F&A est donc surtout un instrument efficace de mobilité des capitaux à la recherche de l'emploi le plus rentable.

Les pouvoirs publics, qui cherchaient par ailleurs à diminuer le poids de l'Etat dans l'économie, ont laissé faire ces reprises d'entreprises qu'elles soient ou non en difficulté par d'autres entreprises, notamment étrangères.

LES CHANGEMENTS QUALITATIFS DE L'OFFRE PRÉVALANT SUR CE MARCHÉ

L'innovation financière a permis l'extension de la gamme des services financiers mis à la

16 - Sources : pour les Etats-Unis, W.T. Grimm, *Mergerstat. review*, 1985 et pour l'Europe, le XVI^e rapport sur la politique de concurrence. CCE, 1987, pp. 237-242.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

disposition des entreprises, la rationalisation de leur gestion financière, et aussi l'évaluation plus efficiente de leurs projets d'investissement¹⁷. Elle a donc encouragé la comparaison des coûts et risques des investissements internes et externes, qui a souvent été favorable aux opérations de F&A. Des nouveaux produits financiers comme les *junk bonds*, les LBO, etc., mais aussi la libéralisation des mouvements de capitaux, le développement des seconds marchés, la globalisation des marchés financiers ont favorisé les F&A au cours des cinq dernières années¹⁸. De même pour les technologies de la communication, qui ont suscité une meilleure circulation des informations financières et économiques, permettant ainsi à l'offre d'être mieux ciblée et plus efficace.

L'INTERNATIONALISATION DES MARCHÉS ET DES ENTREPRISES

Face à la globalisation de leurs marchés et à l'intensification de la concurrence, les entreprises ont adopté une stratégie nouvelle d'internationalisation. L'implantation dans les pays étrangers, à travers la création des filiales, succursales ou bureaux de représentation, convient de moins en moins aux entreprises, qui cherchent à conquérir à court terme de nouvelles parts de marché, afin d'accéder rapidement à une taille jugée optimale face à la compétition mondiale. En revanche, le rachat d'entreprise locale leur permet de résoudre plus facilement certains problèmes tels que la constitution d'un réseau de distribution, la formation du personnel, l'établissement des contacts avec les autorités locales, etc.

Les services des F&A des grandes banques notamment, opérant sur le plan mondial, grâce à leurs conseils, ont permis de rapprocher les entreprises. Les gouvernements approuvent en général ce mouvement, sauf dans quelques cas de rachat

17 - Pour les conséquences du changement qualitatif de l'offre des services financiers sur les entreprises, voir l'article de R. Gonenc (OCDE), « La signification industrielle de la mutation financière », à paraître dans la Revue d'économie financière, n° 5.

18 - D'autres produits financiers comme les OBSA, actions avec ou sans droit de vote peuvent au contraire constituer un moyen de défense. Ces produits contribuent par ailleurs à la formation d'un décalage croissant entre le droit de vote et la détention de l'action.

d'entreprises — symboles ou stratégiques. Ils sont en revanche unanimes pour souhaiter que les entreprises championnes de leur pays aient la liberté d'acquérir la cible étrangère de leur choix.

L'INTÉGRATION EUROPÉENNE ET LE DÉVELOPPEMENT DES F&A

L'activité des F&A a-t-elle un rôle à jouer dans le processus d'intégration communautaire ? Les travaux préparatoires du Grand marché européen, dont les grandes lignes sont exposées dans le Livre blanc et entérinées par la ratification de l'Acte unique, sont à présent bien avancés. L'objectif économique ultime est d'atteindre une croissance européenne plus élevée, avec comme moyen l'intégration économique et financière¹⁹. Quant à la stratégie communautaire, elle consiste en résumé dans l'harmonisation minimale et la reconnaissance mutuelle des réglementations. Cette approche, cherchant à concilier libéralisme et solidarité²⁰, comporte des chaînons manquants.

INTÉGRATION OU JUXTAPOSITION EUROPÉENNE

Comment, tout d'abord, cette stratégie pourra-t-elle entraîner l'intégration européenne en l'absence d'une adhésion des agents économiques ? Dans cette hypothèse, l'espace européen de 1993, sans frontières réglementaires et douanières, sera tout au plus un dérivé de la juxtaposition des systèmes économiques nationaux, et donc davantage un puzzle des Douze qu'un Grand marché unique intégré.

La Commission compte, de ce point de vue, sur la concurrence pour mettre en œuvre l'intégration. Mais il ne s'agit en fait que d'une anticipation sur les réactions des agents privés. Et rien ne dit que cette concurrence va entraîner une intégration strictement européenne. Car la concurrence est aujourd'hui avant tout mondiale. Conséquence majeure : en l'absence de mesures spécifiquement européennes, les acteurs et les marchés auront

19 - Jacques Dèlmas-Marsalet, *Le Grand marché européen à l'horizon 1992*, Eurépargne, décembre 1987.

20 - Notamment à travers les fonds structurels de la CEE. Voir à ce sujet le rapport de Padoa Schioppa remis au président de la CEE.

CHRONIQUE

tendance à se réorganiser pour et par la concurrence mondiale. Absorbée par la globalisation mondiale, l'Europe n'aura alors ni spécificité ni unicité économique.

Second scénario envisageable sans pour autant modifier la stratégie et le moyen décrit plus haut : il consiste à accroître la concurrence interne en Europe tout en s'opposant à la concurrence externe, en particulier japonaise et américaine. Cette hypothèse est totalement autodestructrice. Elle « endogénéise » non seulement le risque d'isolement, avec toutes ses implications prévisibles, mais aussi celui de la remise en cause des mécanismes de solidarité communautaires déjà tant éprouvés.

Pour que l'anticipation de la CEE soit valable, il faut donc que l'engagement des acteurs économiques en faveur de l'Europe soit effectif. Mais dans ces vieux marchés déjà saturés, la création de nouvelles unités productives ou de succursales financières ne sera pas suffisant pour véhiculer l'intégration. Dès lors, il est probable qu'ils recourront plutôt aux opérations des F&A transfrontalières, qui peuvent s'avérer plus efficaces.

La stratégie européenne, telle qu'elle est conçue, ne nous amènera pas automatiquement de l'intégration à l'objectif final. Pour le moment, il n'existe aucune étude scientifique qui montre l'évidence d'une relation directe entre l'intégration et la croissance européenne. Même en admettant que toutes les distorsions, notamment fiscales, soient abolies un jour, une meilleure réallocation des capitaux n'induirait pas automatiquement une croissance plus élevée en Europe. Tout dépendra du niveau de développement de l'efficacité allocative mais aussi technique du Grand marché unique.

Grand marché unique : vers un niveau d'efficacité optimale

Les marchés nationaux européens possèdent aujourd'hui des structures et des objectifs, voire des logiques différentes²¹. Si le niveau d'efficacité allocative et technique du Grand marché se situe en dessous du niveau actuel de ceux

de certains pays membres, cela impliquera pour ces derniers une perte relative d'efficacité économique, dont les conséquences seront négatives sur la croissance. Pour atteindre l'objectif européen d'une meilleure croissance globale, il faut donc que le niveau d'efficacité du Grand marché soit optimal pour tous les pays. Autrement dit, supérieur à l'ensemble des niveaux actuels des systèmes économiques et financiers nationaux pris séparément.

Cette efficacité optimale nécessitera alors l'élimination progressive de la redondance organisationnelle qui existerait fortement dans le cas des systèmes juxtaposés comme un puzzle.

Dans le passage de la juxtaposition des marchés à l'intégration réelle, le rôle que joueront les opérations de F&A transfrontalières est en ce sens fondamental. Si on admet que les F & A sont à la fois le stimulant et le garant d'une allocation optimale des ressources en capital, l'efficacité du Grand marché ne pourra être atteinte en leur absence. La politique européenne d'harmonisation réglementaire, fiscale, voire monétaire, est insuffisante pour l'obtenir. Les F & A transfrontalières peuvent par contre devenir le véhicule d'une réelle intégration et un moyen dynamisant les vieilles structures industrielles et financières de l'Europe. Ce sont les entreprises efficaces qui vont créer la transformation structurelle des marchés en un Grand marché européen intégré. Ce qui implique que l'Europe devra dépasser ses vieux réflexes nationalistes qui ressortent toujours devant les dangers présumés des acquéreurs étrangers.

La vraie intégration sera, nous semble-t-il, à ce prix. Et pour ce faire, l'Europe doit notamment se préparer à encourager le développement des F&A transfrontalières.

Cependant elle ne pourra aussi permettre ni un développement anarchique des OPA, ni une concentration excessive dans les secteurs économiques. Elle devra contrôler et canaliser si nécessaire les opérations de F&A dans un sens profitable à l'ensemble de l'économie européenne. Mais cela passera d'abord par un renforcement du pouvoir des autorités monétaires et boursières des pays européens et ensuite par une harmonisation à l'échelle européenne. Une politique d'accompagnement du développement des F&A devient davantage plus nécessaire après la crise boursière du 19 octobre qui a secoué toutes les places financières européennes et transformé radicale-

21 - Voir sur ce problème M. Aglietta, « Structures économiques et innovations financières », *Revue d'économie financière*, n° 2, 1987 et « L'intégration monétaire et financière internationale : un défi pour l'Europe », *Revue française d'économie*, n° 1, 1987.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

ment la relation entre le niveau des cours des actions et la valeur réelle des entreprises²². Nombreux sont les experts qui soulignent en effet le décalage intervenu entre le niveau actuel des cours et la valeur totale des actifs des sociétés. Les opportunités des OPA « sauvages », ainsi accrues, ne devront pas être exploitées dans une optique purement commerciale ni avec un objectif relevant du court terme.

Les deux projets de directive²³ en cours d'examen à Bruxelles, devront, nous semble-t-il, donner lieu à un vaste débat afin de dégager les principes essentiels d'une politique européenne commune en matière de F&A. En l'absence de

laquelle, les événements récents risquent d'amener les pays communautaires à réglementer d'une manière anarchique et dans le seul intérêt de leurs sociétés domestiques. Ce qui, bien sûr, ne peut être que préjudiciable encore une fois à la réelle intégration économique européenne.

22 - L'évolution récente du taux de change du dollar peut constituer un facteur décisif des stratégies d'acquisition des firmes. Elle peut canaliser certaines F & A vers les Etats-Unis. Au niveau européen, son rôle sera moindre en raison notamment de l'effet stabilisateur du SME.

23 - Projet de directive OPA-OPE et projet de directive sur l'information en cas de cession/acquisition d'une participation importante en capital d'une société cotée.

ÉTATS-UNIS LES DIX PREMIÈRES ACQUISITIONS DANS LE SECTEUR FINANCIER

115

Acquéreurs		Prises de participations		Montant (en millions d'Ecu ²)
Sociétés	Secteur ¹	Sociétés	Secteur ¹	
ICH	A	TENNECO (INSURANCE OPERATION)	A	1 524
WELLS FARGO AND C ^o	C	CROCKER NATIONAL CORPORATION	C	1 016
FIRST UNION NATIONAL BANK	C	FIRST FIDELITY BANK & BANKING OF GEORGIA	C	792
SUN TRUST BANKS	C	THIRD NATIONAL CORPORATION	C	759
PNC FINANCIAL CORPORATION	C	CITIZENS FIDELITY BANK & TRUST C ^o	C	711
MIDLANTIC NATIONAL BANK	C	CONTINENTAL BANK CORPORATION	C	691
BANK ONE	C	AMERICAN FLETCHER	A	607
MARINE MIDLAND BANK	C	FIRST PENNSYLVANIA CORPORATION	C	594
COMBINED INSURANCE C ^o	A	LIFE INSURANCE C ^o OF VIRGINIA	A	566
CHEMICAL BANK NEW YORK	C	HORIZON BANK NATIONAL ASSOCIATION	C	473

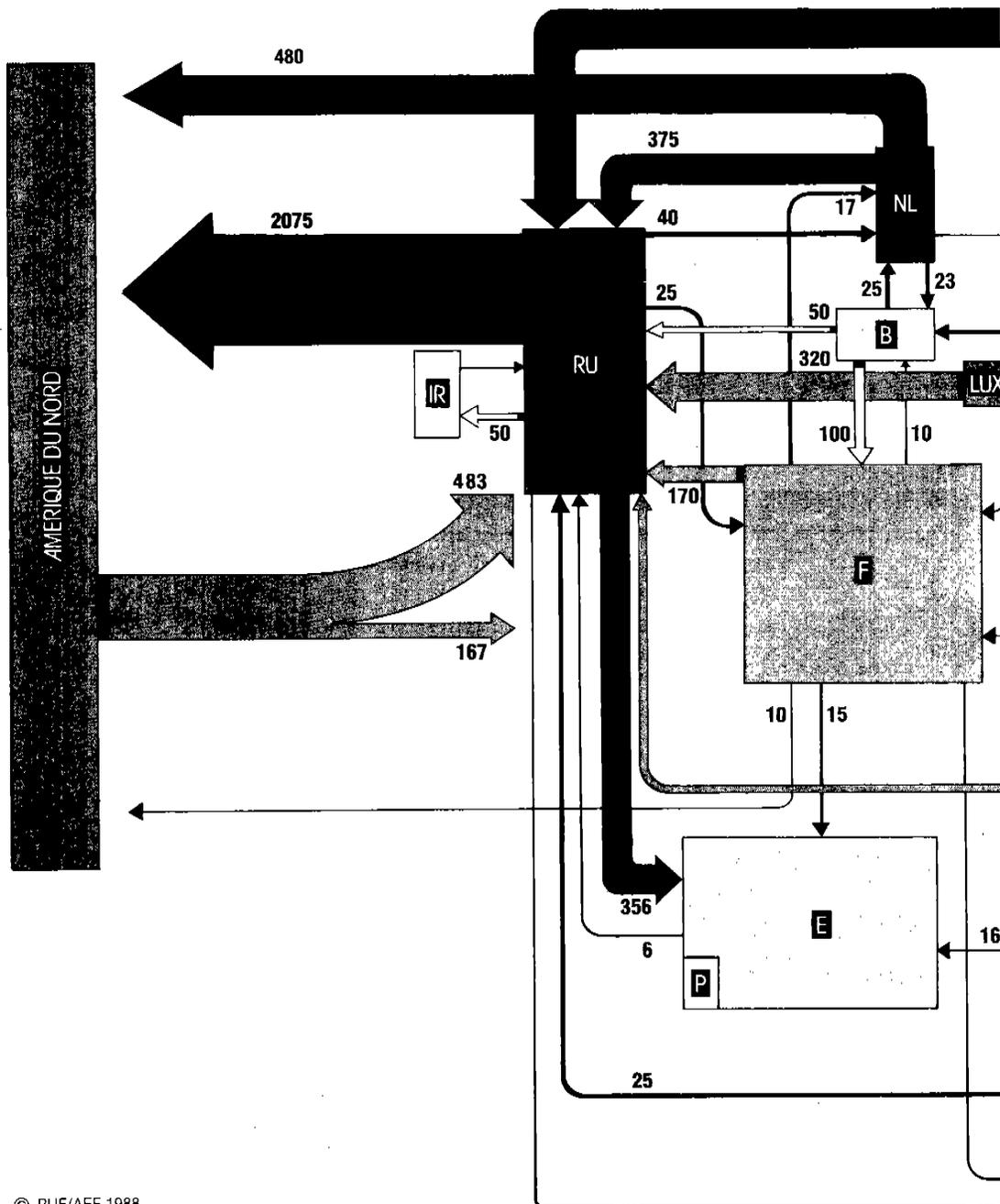
1 - A = Compagnies et courtiers d'assurance.

C = Etablissements de crédit : Banques commerciales, Caisses d'épargne...

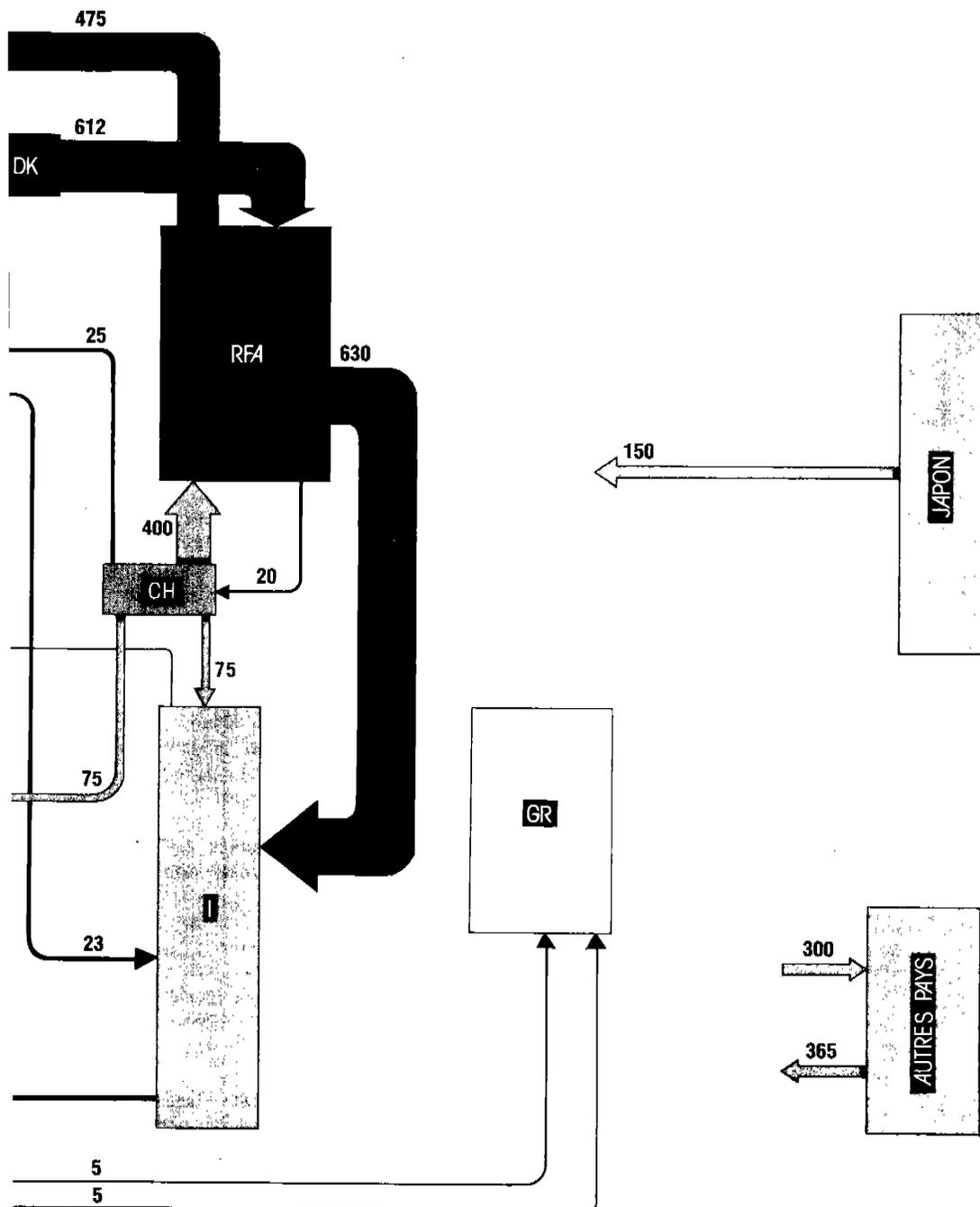
2 - Selon cours moyen de l'Ecu en 1986 (source BFCE).

LES ACQUISITIONS TRANS

Secteur financier - 1986 - en millions d'écus



FRONTALIÈRES EN EUROPE



II. Le classement des cent premières acquisitions dans le secteur financier européen*

La problématique de cette étude s'appuyant principalement sur le résultat d'une enquête menée sur les fusions et acquisitions (F&A)¹ dans le secteur financier européen, est de savoir s'il existe une relation spécifique entre l'intégration financière européenne et le développement des opérations de F&A.

Les progrès obtenus ces dernières années en matière de libération des mouvements de capitaux et de suppression progressive des frontières réglementaires ne pouvaient que nous inciter à émettre l'hypothèse d'un accroissement logique des opérations de F&A. Mais cette hypothèse, pas plus que la problématique générale, n'ont encore fait l'objet d'une analyse approfondie. Pourtant le développement de ce type d'étude peut-être riche

d'enseignement à la fois pour les autorités publiques européennes et les entreprises cherchant à préparer au mieux la nouvelle donne de 1992. Il semble nécessaire toutefois de les mener sur une période suffisamment longue pour permettre de mieux repérer les facteurs structurels ou conjoncturels des F&A, mais aussi de mieux évaluer les conséquences des F&A transfrontalières dans l'intégration européenne.

LES CINQ CONCLUSIONS DE L'ÉTUDE

L'étude a permis de dégager des résultats intéressants, dans la mesure où ils viennent infirmer un certain nombre d'hypothèses généralement admises comme des évidences.

I — Le marché européen de F&A dans le secteur financier s'avère aussi important que le marché américain : en 1986, la valeur totale de plus de deux cents opérations de F&A réalisées en Europe a atteint 17 milliards d'Ecus (près de 115 milliards de FF). Et la valeur moyenne par opération a atteint 80 millions d'Ecus. Ce secteur connaît par contre peu d'OPA hostiles et beaucoup d'opérations de sauvetage.

II — Les opérations des établissements des pays tiers ne sont pas très importantes : elles ne représentaient en fait que 5,6 % de la valeur totale

* Enquête réalisée sous la responsabilité de Ugur Muldur. Ont collaboré étroitement à cette chronique : Christian Fanti, Viviane Desclaux, Isabelle Welcomme. Nous remercions par ailleurs toutes les personnes qui ont bien voulu nous fournir les informations nécessaires.

¹ - Cette enquête a porté sur plus de deux cent cinquante opérations de F&A d'un montant supérieur à 1 million d'Ecus. Les acquisitions des entreprises non bancaires et non financières — sauf leurs holdings financiers — par des établissements financiers n'ont pas été incluses dans le champ de l'étude. Il en va de même pour les prises de participations inférieures à 5 % du capital-action des sociétés. Par contre les prises de participations des entreprises dans le capital de ces dernières ont été prises en compte ; par ailleurs, les acquisitions de titres sur les marchés boursiers en vue d'une détention provisoire ont été également exclues de l'enquête.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

du marché européen en 1986. Le flux total des F&A émanant des pays d'Amérique du Nord représente 650 millions d'Ecus, dont 75 % a été réalisé au Royaume-Uni.

Les opérations canadiennes furent les prises de participations CNRPF dans Mercury International (voir encadré page 129) et de Power Financial Co dans Pargesa Investment pour 61 millions d'Ecus, soit 7,1 % du capital.

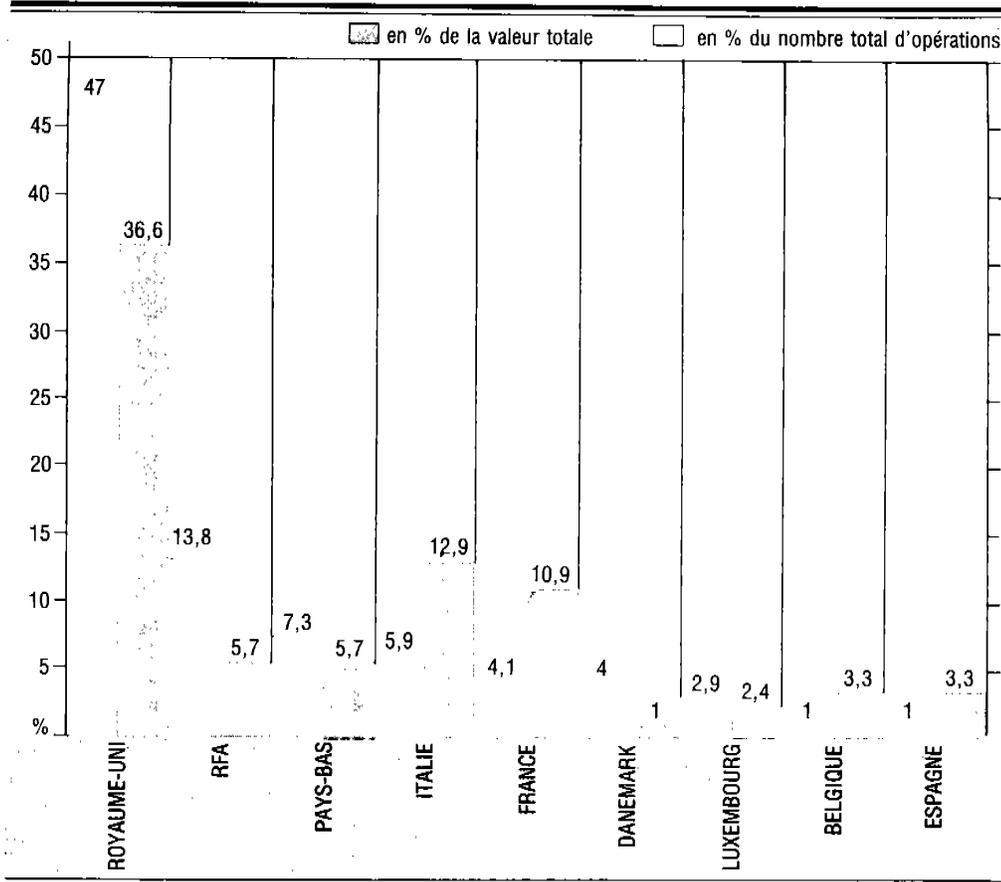
Citicorp, qui maintenant offre la gamme complète des services financiers au Royaume-Uni, a racheté en 1986 une firme de courtage Scrim Geours Vickers, et une compagnie d'assurance British National Life Insurance. Gallagher Arthur J., Prudential Bache Securities et Ford Motor Credit ont acquis respectivement pour 26, 18 et 7,5 mil-

lions d'Ecus des *brokers* britanniques. En Europe continentale les acquisitions américaines sont rares. Les plus importantes ont été celles d'American Express en RFA, qui a acquis Alldata Service Life Insurance et Deutsche Transport Bank.

Si on tient compte par ailleurs des cessions d'activité engagées par les banques américaines en Europe, on pourrait conclure à une relative régression du secteur financier américain dans les pays de la Communauté.

Les F&A des institutions financières du pays du soleil levant en Europe furent également insignifiantes en 1986. Elles occupent pourtant les premières places au niveau des classements mondiaux toutes catégories. Elles semblent en fait avoir préféré faire leurs achats d'entreprises chez leurs

LE MARCHÉ EUROPÉEN DES F&A EN 1986



CHRONIQUE

voisins. Aux États-Unis par exemple, où Sumitomo Bank LTD, banque japonaise dont la capitalisation boursière est deux fois supérieure à celle de la bourse espagnole, s'est offerte 12,5 % de Goldman Sachs pour 508 millions d'Ecus².

Toutefois la faiblesse en nombre et en valeur des F&A en Europe ne devra absolument pas être interprétée comme un désintérêt du Japon pour la banque et l'assurance européenne. Leurs investissements directs dans le secteur financier européen ont atteint 2,25 milliards d'Ecus en 1986, soit environ 10 % du total de leurs investissements directs à l'étranger³. Ces investissements japonais en Europe se sont davantage traduits par un grand nombre de créations de succursales ou de filiales que par des acquisitions des établissements financiers européens⁴. Les établissements financiers japonais ne sont entrés que pour une part très réduite dans le noyau dur des banques françaises privatisées, notamment Meiji Life, ou dans le capital des sociétés financières britanniques.

III — Le marché européen des F&A est essentiellement animé par les institutions des pays communautaires : 83 % des opérations de F&A — soit près de 88 % de la valeur totale du marché européen — ont été réalisées par ces dernières. Près de 52 % des prises de participations dans les institutions financières européennes ont été des opérations nationales et 17,4 % ont été réalisées par ces institutions dans des pays non communautaires (voir graphique page 119).

2 - L'autre opération importante fut celle de Long Term Credit Bank avec Greenweek Capital Market.

3 - Pour l'exercice fiscal de 1986 (avril 1986-mars 1987).

4 - Dans le secteur des maisons de titres : Nikko France, Nikko Investment Management ; Daiwa France et Daiwa Europe ; Yamaichi International, Yamaichi Suisse et Yamaichi PLC. Dans le secteur des sociétés d'assurance : Nippon Life Investment Fund ; Sumitomo Life France, Sumitomo Life All ; The Meiji Life International London ; Yasuda Life International London ; Chiyoda Life Europe ; Daido Life Europe ; Fukoku Life Lux ; Toho Assets Management, avec des participations de Bot et Nomura ; Nihon Cantai Life Lux. Investment ; Sumitomo Marine Investment ; Nissan Fire and Marine Investment ; Kyoei Fire and Marine Investment ; The Nisshin Fire Investment Europe.

IV — La dualité Nord/Sud du marché européen des F&A est très forte : l'Europe du Sud (y compris la France) représente 12,5 % du marché communautaire des F&A.

Les principales caractéristiques des acquisitions dans les pays de l'Europe du Sud sont la taille réduite du marché, l'importance des opérations nationales (86,6 %), le peu d'acquisitions transfrontalières et la faible valeur moyenne par opération (32 millions d'Ecus contre 110 pour l'Europe du Nord).

V — Les institutions financières des pays de la Communauté se rachètent peu entre elles : la valeur totale des acquisitions transfrontalières fut particulièrement importante en 1986 (8,2 milliards d'Ecus). Si on en déduit par contre les acquisitions des pays tiers (20,4 %) et inversement celles des établissements européens en dehors de la Communauté (36,1 %), il reste 3,5 milliards d'Ecus pour les opérations transfrontalières et intra-communautaires.

Dans une seconde étape, nous avons éliminé les prises de participation des entreprises industrielles dans le secteur financier et celles des filiales ou succursales européennes des banques étrangères. Les acquisitions transfrontalières des établissements financiers européens dans la Communauté ne représentaient alors plus que 12,4 % du marché global. Encore fallait-il discerner dans ces opérations celles qui relevaient d'une stratégie européenne mise en œuvre en vue de l'exploitation des opportunités présentes ou à venir du Grand marché européen (voir les monographies par pays).

Il serait donc difficile d'en conclure que le processus d'intégration européenne fut un facteur déterminant en 1986 dans le développement des F&A en Europe. Certes, l'activité des F&A transfrontalières fut importante en 1986 ; mais la déréglementation bancaire et financière — notamment au Royaume-Uni —, les opportunités ouvertes par la restructuration des banques américaines en Europe et la recherche des conditions fiscales plus avantageuses semblent constituer la véritable force des F&A en 1986.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

EUROPE 1986 LES CENTS PREMIERS

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et % ²
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	Pays	Secteur ¹	
1 ^{er}	RU	ARGYLL TRUST	F	SAFEWAY	RU	H	1 103,5 100 %
2 ^e	RU	BRITISH & COMMONWEALTH SHIPPING COMPANY PLC	H	EXCO MONEY BROKER	RU	F	945,6 100 %
3 ^e	RFA	AACHENER & MUENCHENER BETEILIGUNG	A	BANK FUER GEMEINWIRTSCHAFT	RFA	C	869,3 50,01 %
4 ^e	UK	PRUDENTIAL CORPORATION	A	JACKSON NATIONAL LIFE INSURANCE COMPANY	USA	A	618 100 %
5 ^e	RFA	DEUTSCHE BANK AG	C	BANCA D'AMERICA E D'ITALIA (BAI)	I	C	613 98,3 %
6 ^e	DK	JYSKE BANK	C	HAMBURGER HANDELSBANK	RFA	C	612,8 100 %
7 ^e	RU	BARCLAYS BANK INTERNATIONAL	C	VISA TRAVELLERS CHEQUE OPERATIONS	USA	F	589,4 66 %
8 ^e	RU	BPCC	I/S	PHILIP HILL INVESTMENT TRUST	RU	F	530 100 %
9 ^e	I	INIZIATIVA META	F	FONDIARIA	I	F	506 12,4 %
10 ^e	RFA	ALLIANZ	A	CORNHILL INSURANCE	RU	A	446,7 100 %
11 ^e	F	AXA DROUOT / BAYAS-TUDJUH SA	A	LA PROVIDENCE	F	A	391,4 78,35 %
12 ^e	NL	RODAMCO	F	HASLEMERE ESTATES	RU	H	375,2 100 %
13 ^e	NL	AEGON	A	MONUMENTAL CORPORATION OF BALTIMORE	USA	A	369,9 100 %
14 ^e	CH	JACOBS SUCHARD	I/S	IBERO AMERIKA BANK	RFA	C	352,4 75 %
15 ^e	RU	SEDGWICK GROUP PLC	A	CRUMP COMPANY	USA	A	311,9 100 %
16 ^e	LUX	LA BANQUE INTERNATIONALE LUXEMBOURG SA	C	ANSBACHER H HOLDINGS PLC	RU	F	273,2 10,03 %

121

1 - A = Compagnies et courtiers d'assurance. C = Etablissements de crédit : Banques commerciales, Caisses d'épargne... F = Sociétés financières non bancaires. I/S = Industries ou Services. H = Holdings financiers ou Conglomérats.

2 - Montant en millions d'Ecus, selon cours moyen en 1986 (Source BFCE) et prise de participation en %.

3 - Non disponible.

CHRONIQUE

EUROPE 1986-100

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et % ²
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	Pays	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	
17 ^o	RU	SANWA BANK LIMITED	C	USA	C	LLOYDS BANK CALIFORNIA	268 99,9 %
18 ^o	USA	CITICOP INVESTMENT BANK	C	RU	F	SCRIM GEOR VICKERS TRADERS	250 100 %
19 ^o	RU	KUWAIT INVESTMENT OFFICE (KIO)	F	E	C	BANCO DE VIZCAYA	243,9 4,6 %
20 ^o	RU/J	J. HENRY SCHRODER BANK AND TRUST COMPANY / INDUSTRIAL BANK OF JAPON	C	USA	F	AUBREY LANSTON	237,8 100 %
21 ^o	RU	TRANSATLANTIC REINSURANCE HOLDINGS	A	RU	H	CONTINENTAL & INDUSTRIAL TRUST	227 87 %
22 ^o	NL	NATIONALE NEDERLAND	A	NL	C	WESTLAND UTRECHT HYPOTHEETBANK	211,9 100 %
23 ^o	CAN	ROYAL TRUST CORPORATION OF CANADA	H	USA	F	DOWN FINANCIAL SERVICES CORPORATION	170 100 %
24 ^o	CAN	CNRPF	A	RU	F	MERCURY INTERNATIONAL	148,3 15,1 %
25 ^o	RU	NATIONAL MUTUAL LIFE ASSOCIATION OF AUSTRALIA	A	RU	F	SCHRODER FM	148 100 %
26 ^o	RU	LLOYDS BANK PLC	C	CAN	C	CONTINENTAL BANK	146,3 90 %
27 ^o	RU	GENERAL ACCIDENT FIRE & LIFE INSURANCE CORPORATION LIMITED	A	CAN	A	PILOT INSURANCE	143,9 100 %
28 ^o	RU	LIBERTY LIFE INSURANCE OF AFRICA	A	RSA	A	PRUDENTIAL INSURANCE SOUTH AFRICA	130 ND ³
29 ^o	RFA	GERLING	C	RFA	H	VOHI DEUTSCHE INDUSTRIE	130 51 %
30 ^o	RU	KUWAIT INVESTMENT OFFICE (KIO)	F	E	C	BANCO CENTRAL	111,7 5 %
31 ^o	RU	MIDLAND BANK	C	USA	C	CROCKER NATIONAL BANK (SECURITIES)	102 100 %
32 ^o	RU	SCHRODERS	F	USA	C	WERTHEIM AND C ^o	102 50 %
33 ^o	RU	GUINNESS PEAT GROUP PLC	F	USA	F	FORSTMAN - LEFF	91,4 100 %

* Une dizaine d'opération, d'un montant inférieur à 50 millions d'Écus n'ont pas pu être incluses dans ce classement. Certains établissements n'ont pas voulu divulguer le montant exact de leurs acquisitions qu'ils considèrent comme confidentiel.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et % ²
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	Pays	Secteur ¹	
34 ^e	RU	LLOYDS BANK INTERNATIONAL	C	STANDARD CHARTERED	RU	C	89,3 44,4 %
35 ^e	E	CAJA DE AHORROS MADRID	C	CAJA RURAL PROVINCIAL DE REUS	E	C	82,6 100 %
36 ^e	I	SIFI CARIPLO	C	FONDIARIA	I	F	82 3 %
37 ^e	RU	LLOYDS BANK PLC	C	LLOYDS MERCHANT BANK PLC	RU	C	82 100 %
38 ^e	RU	KLEINWORT	F	GRIEVESON GRAND & C ^o	RU	F	80,4 100 %
39 ^e	RU	HAMBROS PLC	C	HAMBROS TRUST	RU	H	76,2 100 %
40 ^e	RU	FIRST NATIONAL FINANCE	C	TCB	RU	C	72,2 100 %
41 ^e	RU	BRITANNIA ARROW HOLDINGS	A	MIM - LTD	RU	A	67 100 %
42 ^e	RU	KUWAIT INVESTMENT OFFICE (KIO)	F	BRITANNIA ARROW HOLDINGS	RU	A	61 14,6 %
43 ^e	CH	POWER FINANCIAL CORPORATION	F	PARGESA INVESTMENT HOLDING	CAN	F	60,9 7,1 %
44 ^e	RU	PARIBAS	C	QUILTER GOODISON	F	F	60 99 %
45 ^e	I	COFIDE	F	LATINA	I	A	59,8 51,7 %
46 ^e	RU	INDOSUEZ	C	WI CARR OVERSEAS WICO	F	F	55,8 100 %
47 ^e	F	GROUPE BRUXELLES LAMBERT (GBL)	F	BANQUE PRIVÉE DE GESTION	B	C	51,4 36,5 %
48 ^e	E	CAJA DE AHORROS MADRID	C	CAJA RURAL DE MADRID	E	C	49,5 100 %
49 ^e	AUS	AMEV	A	VACC HOLDINGS	NL	A	48,7 70 %
50 ^e	RU	MAI PLC	A	WAGON FINANCE CORPORATION	RU	F	48,5 100 %

123

CHRONIQUE

EUROPE 1986 100

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et % ²
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	Pays	Secteur ¹	
51 ^e	RU	IEP SECURITIES	A	EQUITY & LAW LIFE INSURANCE	RU	A	47,9 100 %
52 ^e	NL	NATIONALE NEDERLANDEN	A	ASSOCIATED DOCTORS HEALTH & LIFE INSURANCE	USA	A	47,8 100 %
53 ^e	NL	NATIONAL NEDERLANDEN	A	MERCANTILE MUTUAL HOLDINGS	AUS	A	47,5 50 %
54 ^e	RU	ELDER FINANCE GROUP	F	FINANCIAL SERVICES OF WOLFF RUDOLF & C ^o	RU	F	44,8 100 %
55 ^e	RU	BRITISH & COMMONWEALTH SHIPPING COMPANY PLC	F	WOOD CHESLER INVESTMENTS	IR	F	41,8 53 %
56 ^e	SD	NORDBANKEN	F	ARBUTHNOT LATHAM	RU	F	41,6 100 %
57 ^e	RU	GLEN INTERNATIONAL	F	INDUSTRIAL FINANCE AND INVESTMENT	RU	F	40,6 10,83 %
58 ^e	I	BANCA POPOLARE DI LODI	C	BANCA INDUSTRIALE GALLARATESE	I	C	40 50 %
59 ^e	B	GROUPE BRUXELLES LAMBERT	F	SPEP	F	F	35,2 19,9 %
60 ^e	LUX	KREDIETBANK LUXEMBOURGEOISE	C	BROWN SHIPLEY	RU	A	34,4 20,7 %
61 ^e	I	LATINA	A	AUSONIA	I	A	34,2 50 %
62 ^e	RU	SEDGWICK GROUP	A	ARMISTEAD GROUP	USA	A	33,2 100 %
63 ^e	NL	NORO GROUP	A	HOME FEDERAL LOAN ADMINISTRATION	USA	C	32,5 100 %
64 ^e	RU	CARLES CAPEL & LEONARD	I/S	WINTERBOTTOM ENERGY TRUST	RU	F	30,8 100 %
65 ^e	RU	STANDARD CHARTERED PLC	C	ABACO INVESTMENTS PLC	RU	F	27,6 12,7 %
66 ^e	RU	DOMINION INTERNATIONAL	F	TRANSNATIONAL CORPORATION	RU	F	27,5 100 %
67 ^e	USA	GALLAGHER ARTHUR J. BROKER	A	PLUMER & JOHN PARTNERS	RU	F	26,1 100 %

FUSIONS ET ACQUISITIONS

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et %
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	Pays	Secteur ¹	
68°	RU	BESTWOOD	I/S	BARRIE INVESTMENT AND FINANCE	RU	F	25 ND ³
69°	I	BANCA POPOLARE DI MILANO	C	BANCA AGRICOLA MILANESE	I	C	24 55,2 %
70°	RU	ENSGN TRUST	F	COMMONWEALTH DEVELOPMENT CORPORATION	RU	F	23,2 100 %
71°	B/ RU	GROUPE BRUXELLES LAMBERT/ HENRY ANSBACHER	F	BROWN SHIPLEY	RU	A	23,2 20,7 %
72°	NL	BOBEL	F	BANQUE BRUXELLES LAMBERT	B	F	23,2 7,16 %
73°	LUX	KREDIETBANK LUXEMBOURGEOISE	C	PIRELLI SpA	I	I	23 6,06 %
74°	F	COMPAGNIE BANCAIRE / UCB	C	COMMERCIAL CREDIT SERVICES HOLDING	RU	C	21 100 %
75°	NL	RABOBANK NEDERLAND	C	NEDERLANDSE SHEEPSHYPOTHEEKBANK	NL	C	20,6 99 %
76°	RU	KING & SHAXSON	F	SMITH ST AUBYN	RU	F	20 ND ³
77°	I	BANCA COMMERCIALE ITALIANA	C	MERCURY INTERNATIONAL GROUP	RU	F	19,3 2,24 %
78°	RU	INTERNATIONAL CITY HOLDINGS	F	MKI INVESTMENTS	USA	F	19,3 ND
79°	RU	BANK OF SCOTLAND	C	COMMERCIAL BANK OF WALES	RU	C	19 75 %
80°	RU	BALI PLC	C	SHEPPARDS & CHASE	RU	F	19 70 %
81°	RU	ABACO INVESTMENTS	F	TOPLIS & HOLDING GROUP	RU	A	18,2 100 %
82°	NL	ALGEMENE BANK NEDERLAND (ABN)	C	BANK OF LISLE	USA	C	18,2 100 %
83°	SD	SE BANKEN	C	DANSKA PRIVAT BANKEN	DK	C	18,1 4,5%
84°	USA	PRUDENTIAL-BACHE SECURITIES	F	CLIVE DISCOUNT	RU	C	17,8 56 %

125

CHRONIQUE

EUROPE 1986-100

RANG	ACQUÉREURS			PRISES DE PARTICIPATIONS			Montant et % ²
	Pays	SOCIÉTÉS	Secteur ¹	SOCIÉTÉS	Pays	Secteur ¹	
85 ^e	F	ARAB BANKING CORPORATION	C	NAARDEN INTERNATIONAL NV	NL	F	16,4 10,2 %
86 ^e	CH	SCHEWIZ	A	CONSTANCIA PORVENIR	E	A	16,2 50 %
87 ^e	I	COMPANIA RIUNITA ASSICURAZIONI (CRA)	A	AMBRA	I	A	16,1 100 %
88 ^e	I	BANCO DI SICILIA	C	BANCA DEL SUD	I	C	16 60 %
89 ^e	I	GENERALI	A	SIAD	I	A	16 100 %
90 ^e	NL	AEGON	A	UNION LEVANTINA DE SEGUROS	E	A	15,4 99 %
91 ^e	RFA	WESTDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTALE	C	BANK FUER KREDIT UND AUSSENHANDEL	CH	C	14,1 74,66 %
92 ^e	CH	UNION DE BANQUES SUISSES (UBS)	C	BANCO DI ROMA PER LA SVIZZERA	CH	C	14,1 75 %
93 ^e	I	VENETA	A	SAPA	I	A	14 98 %
94 ^e	I	BANCO DI NAPOLI	C	BNB MERIDIONALE LEASING SpA	I	C	13,7 50 %
95 ^e	I	BANCO DI NAPOLI	C	BNB MERIDIONALE FACTORING SpA	I	C	13,7 50 %
96 ^e	RU	EXCO INTERNATIONAL	F	LM (MONEY BROKERS)	RU	F	13,3 89 %
97 ^e	RU	FREDERICKS PLACE GROUP	F	COUNTRY GENTLEMEN'S	RU	F	13,3 ND ³
98 ^e	RFA	DRESDNER BANK	C	PIRELLI SpA	I	H	11,6 3 %
99 ^e	B	GROUPE BRUXELLES LAMBERT / PARGESA	F	HOLDING ECONOMIQUE ET FINANCIERE	F	F	10,2 79 %
100 ^e	I	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	C	BANCO DENASA DE INVESTIMENTO	BRE	C	10,1 100 %

INDEX DES PAYS :
 AUS : Australie
 B : Belgique
 BRE : Brésil

CAN : Canada
 CH : Suisse
 DK : Danemark
 E : Espagne

F : France
 I : Italie
 J : Japon
 LUX : Luxembourg

NL : Pays-Bas
 RSA : République
 Sud Africaine

RU : Royaume-Uni
 SD : Suède
 USA : Etats-Unis

Revue d'Économie

ef
Financière

BULLETIN D'ABONNEMENT

A retourner aux
PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE
DEPARTEMENT DES REVUES
14, AVENUE DU BOIS-DE-L'ÉPINE
BP 90, 91003 EVRY CEDEX

NOM et PRENOM

INSTITUTION ou ENTREPRISE

ADRESSE

..... CODE POSTAL

BUREAU DISTRIBUTEUR

Le rythme de publication est de 4 numéros par an (dont 1 double).

Prix de l'abonnement 1988 : **FRANCE 320 F**
ETRANGER 370 F

Je souscris un abonnement
à la REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE
et vous adresse le montant de cette commande

soit FF par : Date

Chèque bancaire

Signature :

Chèque postal (2 volets)
C.C.P. 1302-69 C Paris

Mandat-carte international

III. Les particularités nationales

Chaque marché européen a sa logique et ses caractéristiques propres (le poids de la réglementation, la structure du marché, le niveau d'internationalisation et la capitalisation boursière, etc.). Pour mieux souligner ces différences, nous présentons deux pays d'Europe du Nord, et deux pays d'Europe du Sud.

ROYAUME-UNI : TOUS LES CHEMINS MÈNENT À LONDRES

128

Pour la City, 1986 fut vraiment l'année du Big Bang ! La création de vingt-cinq nouvelles succursales ou bureaux de représentation des banques étrangères, la réalisation d'une centaine de prise de participations minoritaires dans les *brokers and jobbers*, et l'implication de 150 institutions financières dans des opérations de F&A, ont montré que les Anglais — c'est le moins qu'on puisse dire — ont bien su vendre leur réforme financière, si l'on tient compte notamment des déboires qu'ont pu connaître par la suite certains aventuriers qui avaient traversé la Manche.

Avec un volume d'activité atteignant 8 milliards d'Écus, les Anglais occupent le premier rang (soit près de 47 %) du marché des F&A en Europe. L'ingénierie financière de la City aidant, le marché anglais — hautement concurrentiel et sophistiqué — est aussi celui qui connaît le plus d'OPA « sauvages » ou du moins hostiles. Parmi les dix plus grandes F&A européennes, les Anglais ont placé quatre acquéreurs et quatre sociétés ayant fait l'objet d'une prise de participation.

L'exemple de Mercury International Group (voir encadré) décrit le caractère international de la place financière londonienne, à la fois point de passage obligé du débarquement des financiers

américains en Europe et centre financier de l'Europe. La comparaison des flux des F&A entrant et sortant de la City permet de dégager un solde net de 500 millions d'Écus.

Mais si les charmes de la Tamise ont attiré les banquiers et assureurs du continent, à l'inverse, les Anglais ont peu fréquenté en 1986 les places financières européennes. Le flux le plus important — en direction de l'Espagne — résulte en fait du déplacement des capitaux koweïtiens (KIO) vers le secteur pétrolier espagnol en passant par les 4,6 et 5 % de Banco de Vizcaya et de Banco central. Les pétro-devises ne chôment pas en Europe.

Les banques étrangères avaient été autorisées — dans le cadre du *Banking Act* de 1979 — à opérer dans les mêmes conditions que les banques britanniques. Quant aux prises de participations dans les banques anglaises, elles étaient depuis 1976 soumises à la législation antitrust, ou *Fair trading Act*. La Banque avait adopté une approche pratique, qui se résumait à vérifier l'impact négatif des F & A sur la concurrence.

Fin 1986, plus de 60 % du total des actifs bancaires était détenu par les banques étrangères, notamment japonaises et américaines.

Les développements récents semblent avoir suscité, parmi les autorités monétaires britanniques, un réflexe de défense de leurs banques nationales. En fait, la nouvelle loi bancaire de 1987, qui remplace celle de 1979, donne à la Banque centrale la possibilité de s'opposer à l'entrée des

FUSIONS ET ACQUISITIONS

RAIDERS ET PILULES EMPOISONNÉES, L'EXEMPLE DE MERCURY INTERNATIONAL GROUP

Novembre 1985 : le grand *raider* américain Saul Steinberg acquiert 9,9 % de Mercury Securities, holding du groupe britannique Warburg. A cette époque et en vue de préparer le Big Bang, Mercury était en train d'absorber plusieurs grosses maisons de courtage, renforçant ainsi le holding Mercury International Group, pour former un des plus grands conglomérats financiers de la City. Son président David Scholey décide, pour contrer le *raider*, de barrer le passage à l'Américain en mettant en place des « pilules empoisonnées ».

Dans un premier temps, le cours de l'action grimpe rapidement, dépassant les 7 livres sterling au mois de janvier. Paribas profite de la situation et cède à des institutionnels sa participation de 6,5 % du capital de Mercury. Peu après, Reliance Corporation — dirigée par Steinberg —, annonce qu'elle va vendre sa société de courtage Crump Companies pour 312 millions d'Écus à la principale agence britannique de courtage d'assurance Sedgwick Group¹.

Les milieux boursiers anticipent une OPA de S. Steinberg sur le reste du capital-action de Mercury. La Banque d'Angleterre fait savoir discrètement qu'elle n'apprécierait pas une telle action. Puis Mercury lance un appel à ses amis italien et belge, en l'occurrence Carlo de Benedetti. La Banca Commerciale Italiana acquiert alors 2,24 % du groupe Mercury pour 19,3 millions d'Écus.

Fin novembre 1986 : l'Américain revend pour environ 150 millions d'Écus — avec un bénéfice de plus de 30 millions d'Écus au passage — sa participation de 15,1 % accumulée dans Mercury International. L'acquéreur est la Caisse de retraite des chemins de fer nationaux canadiens (CNRPF), qui déclare effectuer cet achat uniquement à des fins d'investissement et ne pas avoir l'intention d'accroître cette participation².

1 - L'un des plus grands courtiers d'assurance anglais, Sedgwick Group, après avoir racheté en 1985 Fred S. James (800 millions d'Écus) et l'avoir fusionné avec Baily Martin and Fay, n° 8 aux États-Unis, et après avoir acquis en plus Crump Companies en 1986, s'implante solidement dans ce pays et devient le n° 3 mondial.

2 - Midland, malgré la cession de Crocker à Wells Fargo and C^o pour 1 117 millions de dollars, était avec Standard Chartered, Morgan Grenfell, Kleinwort Benson, parmi les plus « opérables » en 1986.

banques étrangères dans le capital des banques britanniques, dès lors que celles-ci entendent acquérir plus de 15 % du droit de vote, ou sont jugées inadéquates ou « incorrectes ».

Par ailleurs, l'obligation de communiquer à la Banque centrale le détail des risques les plus importants en terme d'encours de crédits, entre en vigueur à partir de 1988. La plupart de ces nouvelles mesures, destinées à calmer l'activité débordante du marché des F&A — en particulier le développement des OPA « sauvages » —, incitent à réfléchir, notamment sur ses implications bruxelloises¹.

1 - Rappelons qu'en France il n'existe pas de réglementation particulière concernant l'acquisition par les non-résidents de participation dans les banques locales; toutefois les acquisitions de plus de 20 % nécessitent une autorisation préalable des autorités monétaires françaises, les acquisitions des holdings échappent à toute réglementation.

ESPAGNE : « LOS SIETE GRANDES » FACE AUX BANQUES ÉTRANGÈRES

129

Le système bancaire espagnol est relativement peu concentré et peu concurrentiel par rapport aux autres marchés bancaires européens. Les sept premières banques privées espagnoles, Los Siete grandes, détiennent environ 80 % du marché des dépôts des banques commerciales. Elles dominent aussi le marché d'assurance en pleine expansion. Mais elles ont deux points faibles : leur taille et leur rentabilité. Leurs actifs cumulés — classés 100^e à 203^e sur le plan mondial — ne représentent jamais que le total de ceux de la BNP. Leur rentabilité, affaiblie par les sureffectifs, oscille entre 1,19 et 0,45 %. En tout état de cause, elles résistent mal à la concurrence des banques étrangères qui ont pratiquement quintuplé leur part de marché de crédit en sept ans (pour atteindre 16 % en 1986). Ces dernières ont vu leur nombre augmenter, passant de 4 en 1978 à 40 en 1986 à la suite de la déréglementation bancaire de 1978.

1 - Banco central, Banesto, Banco Hispano-americano, Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya, Banco Santander et Banco popular.

CHRONIQUE

Les banques étrangères devront cependant apporter un certain nombre d'obstacles, limitant l'expansion ou l'ouverture de succursales, sauf dans le cas où elles acquièrent des institutions autochtones en difficulté. C'est par ce biais que les banques étrangères ont réussi à s'introduire dans le marché espagnol. Barclays Bank, par exemple, qui a racheté Banco de Valladolid en 1981 (72 millions de dollars) possède maintenant 70 agences. Sa stratégie est agressive, basée sur le tourisme et le marché de gros. En 1986, elle a lancé des comptes-courants rémunérés à 8 % et s'est introduite dans le secteur de leasing en expansion et à rentabilité élevée, en acquérant Inversora Ares pour 2 millions d'Ecus.

Autre banque étrangère agressive, la Citibank possède 90 agences depuis son acquisition pour 36 millions de dollars de la Banco de Levante. Elle vise à conquérir 2 % du marché espagnol.

Les banques américaines (10 au total), comme la Chase Manhattan (100 agences), Manufacturers ou encore First Interstate, sont également très actives. Une vingtaine de banques européennes comme Crédit Lyonnais — 1^{er} en termes d'actifs —, Paribas ou Banca Nazionale del Lavoro sont présentes également et se défendent bien.

En réalité, les banques européennes désireuses de s'implanter en Espagne auront surtout à affronter la concurrence des banques étrangères déjà résidentes. Il faut signaler par ailleurs que l'Espagne est « surbancaisée ». On compte dans ce pays un guichet pour 2332 habitants (contre 5504 en France).

D'avantage préoccupées par une restructuration devenue nécessaire dans la perspective de 1992, mais aussi par leurs prêts latino-américains, les banques espagnoles semblent plutôt préférer une stratégie d'alliance avec leurs confrères européens. A deux exceptions près cependant, intervenues récemment : une prise de participation de

5,1 % de Banco de Bilbao dans le capital de Hambros Bank au Royaume-Uni ; et l'acquisition par Banco de Santander de la C.C. Bank (succursale allemande de Bank of America), faisant d'elle la première institution espagnole entrant dans le marché bancaire domestique d'un autre pays européen.

Face aux inquiétudes croissantes des banques domestiques, le gouvernement espagnol leur a promis la rémunération prochaine des dépôts à vue, la réduction des réserves obligatoires, une réforme boursière d'inspiration française, une déréglementation des taux d'intérêts fixes, etc. On parle de 40 banques en difficulté et qui seraient à vendre. Mais, la morosité du marché des F & A en Espagne (1 % du marché européen) devrait, semble-t-il, se poursuivre d'autant qu'un « pacte » entre la Banque d'Espagne et les principaux groupes espagnols serait en préparation, destiné à éviter de vendre les banques aux étrangers, pour limiter l'expansion de ces dernières durant la période de transition européenne.

ITALIE : TERRE PROMISE AUX EUROPÉENS ?

Contrairement aux autorités allemandes, les autorités italiennes s'inquiètent de la faiblesse de leurs banques. En effet, la Banque d'Italie voulait légiférer en 1986 pour empêcher les industriels de prendre le contrôle des banques italiennes¹.

Le marché italien de F&A est devenu en 1986 le second en Europe en nombre d'opérations et le quatrième en valeur (voir tableau page 119).

Témoin d'une restructuration importante du secteur financier italien, l'effervescence du marché de F&A provient principalement du nombre élevé des opérations nationales.

Cela s'explique en partie par la spécificité de la réglementation bancaire italienne qui contrôle strictement l'ouverture des succursales, voire celle des automates bancaires des établissements de crédit en Italie. La sous-bancaisation tant évoquée ainsi que la taille relativement faible des banques

2 - Plus dix banques espagnoles sous contrôle étranger.

3 - Il est interdit d'ouvrir plus de deux succursales en dehors du siège. Par ailleurs, le capital minimum nécessaire pour l'ouverture des succursales vient d'être élevé à 2 milliards de pesetas.

4 - Les banques non-résidentes ne peuvent acquérir plus de 50 % des banques espagnoles qu'avec une approbation du ministère de l'économie et des finances qui ne la délivre en général que pour des banques en détresse.

1 - Les 5 plus grandes banques italiennes : BNL, Banca Commerciale Italiana, Banco di Roma, Istituto San Paolo di Torino, Credito Italiano.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

italiennes sont à mettre au passif de cette réglementation. Il existe en Italie 394 banques commerciales, 87 caisses d'épargnes, 686 banques rurales

LE POUVOIR DES FAMILLES

Ajoutez aux participations de Mediobanca, l'unique banque d'affaires jusqu'à récemment, celles des grandes familles italiennes Agnelli, Gardini, De Benedetti, et vous aurez l'essentiel de l'économie italienne¹. En effet, le pouvoir des familles est considérable dans le secteur industriel et financier italien. Ces dernières se sont en plus donné depuis peu des ambitions européennes.

La France, l'Espagne, la Suisse et la Belgique constituent leur terrain de chasse favori. Un nouveau venu, Benetton, se lance dans la finance et compte offrir une gamme complète de services financiers. Dans l'assurance, il possédait déjà 38 % de Prudential Italia. Il a par la suite fondé une banque d'affaires avec Merrill Lynch. Il attend maintenant patiemment, comme les autres, la poursuite du programme de privatisation des banques italiennes.

Celle de Mediobanca est déjà entamée : parallèlement à Lazard Frères et Berliner Handelsbank, Pirelli, Gemina et Generali Assicurazioni verront leur part passer de 6 à 20 %. Les relations de ces trois dernières ne sont secrètes pour personne. De Benedetti est bien présent dans Pirelli & C^{ie} (directement ou à travers Pirelli Spa ou Gim Orlando) et a une part non négligeable dans Generali, dont 5,5 % appartient à Mediobanca. Les Agnelli dominent entre autres Fiat, qui contrôle Gemina. Ce dernier, dont 13,4 % de son capital appartient déjà à Mediobanca et 3,3 % à Pirelli & C^{ie}, possède 60 % de Rizzoli Publishing dont l'autre actionnaire est Meta, qui a réalisé la plus grosse opération de F&A en 1986 (506 millions d'Ecus) en montant sa part à 43 % dans la Fondiaria (7^e en assurance-vie). Mais Meta est contrôlée à 60 % par Montedison Chemical dont le principal actionnaire est désormais Ferruzzi Agribusiness, qui a dépassé 1 720 millions d'Ecus pour acquérir une part de 40 %.

Et le « patron » du groupe Ferruzzi, c'est la famille Gardini.

et 5 institutions de crédit, mais un quart de ces 1 092 établissements ne possède qu'une seule agence et seulement quatorze établissements jouissent d'un réseau national développé. En 1986, sur 2 787 demandes de création d'agences adressées par les banques, la Banque d'Italie n'en a autorisé que 504².

Cette réglementation entravant le développement des banques sera probablement supprimée avant 1992. En attendant, les opérations de F&A représentent pour les banques, le seul moyen de développer leur croissance externe.

Le meilleur exemple de cette stratégie d'expansion par acquisition est sans aucun doute la San Paolo di Torino, une ancienne fondation pour jeunes filles pauvres. Elle commence par racheter en 1977 Banco Lariano avec ses 120 guichets puis en 1980 une banque sicilienne possédant 40 guichets ; en 1984, elle rachète 86,7 % de Banca Provinciale Lombardo (140 guichets) pour 272 millions d'Ecus et en 1986 Banca Popolare Dell'Agricoltura.

De même sur le plan international, dès 1981, elle s'est installée au Luxembourg et a racheté ensuite la First Los Angeles Bank en Californie et la Bank Haus Brüll Und Kalmus à Vienne. Elle entre en 1986 dans le capital de l'Anglais Hambros (6,4 %), et dans celui de la Banque Rivaud par l'intermédiaire de Banco Lariano qui pour 2,8 millions d'Ecus a acquis 10 % de la banque française et enfin tout récemment, dans le noyau dur de la Compagnie financière de Suez privatisée.

Mais la réussite de quelques banques italiennes ne doit pas masquer les problèmes structurels des banques italiennes (sureffectifs, rentabilité et taille faibles, etc.) face à l'avènement du grand marché européen.

Le marché bancaire italien, peu concurrentiel et fortement réglementé avec ses banques sous contrôle étatique, n'est pas propice au développement des OPA, en particulier hostiles.

Par contre, le marché d'assurance italien — un marché ouvert et en pleine expansion — le nouveau secteur de banques d'affaires en gestation et ceux du financement de l'achat de logement en retard et du leasing pourront constituer dans l'avenir un terrain fertile aux opérations de F&A.

131

1 - Voir supplément au *Financial Times*, 23 avril 1987.

2 - Sur 13 demandes étrangères, la France en a obtenu 5 : BNP à Turin ; CCF à Padoue ; Crédit Lyonnais à Turin ; Société Générale à Bologne et Crédit Agricole à Vérone.

RFA : LA PUISSANCE EXCESSIVE DES BANQUES

Le marché allemand des F&A, sur lequel il n'existe en principe aucune barrière réglementaire est devenu le second en Europe, avec plus de 2,3 milliards d'Ecus de transactions. Il est en réalité plus important qu'il n'y paraît, si on y inclut le marché des F&A non officiel pratiqué par les banques allemandes — en l'absence desquelles aucun mariage industriel ou financier ne se conclut en RFA¹. La commission allemande des monopoles, estimant que « *la concentration croissante dans les milieux bancaires empêche le libre jeu de la concurrence* », a proposé la limitation des prises de participation des banques à 5 % du capital d'une non banque.

1 - L'économie allemande a connu 709 fusions en 1985.

Mais au-delà des facteurs réglementaires, certaines pratiques bancaires particulières renforcent considérablement le contrôle des banques sur l'économie allemande. Les banques possèdent par exemple, les droits de vote sur les actions dont la gestion leur a été confiée par leurs clients. En l'absence d'une directive explicite de son client, la banque allemande a la possibilité d'utiliser le droit de vote de son client dans le sens qu'elle désire. Cette pratique additionnée à 5 % de toutes les actions allemandes détenues par les banques, permet à ces dernières, d'être sur-représentées dans les conseils d'administration et de contrôler les entreprises ainsi que toute opération de rachat ou de fusion les concernant.

Par ailleurs, la tendance récente à la formation des conglomérats financiers commence à inquiéter les autorités de l'office des cartels.

En 1986, la plus grande acquisition en RFA fut ainsi réalisée par une compagnie d'assurance,

DEUTSCHE BANK : VENI VIDI VICI !

Affaiblie par de lourdes pertes, dues à une série de prêts défaillants (1 milliard de dollars en 1985), notamment dans le secteur pétrolier et agricole, Bank America Corporation — 2^e groupe bancaire aux Etats-Unis — était devenue la cible idéale des solliciteurs inamicaux. L'OPA lancée sur celle-ci par la First Interstate Bancorp (9^e américaine) pour 3,4 milliards de dollars, incite son nouveau président, Alden Clausen, à prendre une décision : celle de procéder à la cession d'une partie de ses actifs, afin de sauvegarder l'indépendance de sa firme.

Ce dernier met sur le marché des F&A trois de ses atouts : Schwab and C^{ie}, une des premières firmes de courtage américaines, C.C. Bank, sa filiale allemande, et enfin Banca d'America e d'Italia (BAI), sa filiale italienne. Les prétendants sont nombreux, en particulier pour la BAI, qui intéressait entre autres Gemina (Agnelli), la Banca Commerciale Italiana, Carlo de Benedetti, la San Paolo di Torino, la Banca dell'Agricoltura, Banca Popolare di Sassari, et Citibank.

Pris entre deux feux, le gouvernement italien finit par refuser une « solution italienne », qui risquait d'induire une sortie de capitaux importante. La BAI est une affaire rentable : avec ses 98 guichets répartis en Italie, ses engagements dans le marché des particuliers, elle est, de plus, forte d'un réseau de 1,3 million de détenteurs de cartes Visa, de 12,5 milliards de dépôts, de 4,2 milliards de dollars d'actif total et possède une rentabilité de 0,9 %, soit le double de la moyenne italienne. Son prix, élevé, était apprécié à sa juste valeur.

Mais de l'argent, la Deutsche Bank en avait : 2,9 milliards de deutsche marks de bénéfices en 1985 et des perspectives encore plus alléchantes pour 1986, qui fut une année exceptionnelle, marquée par de grands « coups » bancaires (opérations Flick, Daimler-Benz, Fiat, etc.). Intéressée par la perspective du « miracle italien », mais aussi par celles de 1992, la Deutsche Bank ne pouvait manquer une si belle affaire. L'opération bancaire la plus importante en Europe fut ainsi conclue, pour un prix de 613 millions d'Ecus. La première des banques allemandes, Deutsche Bank, est ainsi devenue depuis la première banque étrangère en Italie.

FUSIONS ET ACQUISITIONS

Aachener & Muenchener Beteiligung (5^e en RFA), qui a pris le contrôle (50,01) de Bank Fuer Gemeinwirtschaft (propriété des syndicats) pour 869,3 millions d'Ecus.

Les assureurs allemands², relativement peu internationalisés et de moins en moins nombreux (2 886 en 1986 contre 9 853 en 1960) ont été particulièrement actifs sur le marché des F&A. Allianz, premier assureur européen³, s'implante solidement en Grande-Bretagne en acquérant 100 % de Cornhill Insurance (446,7 millions d'Ecus) et une part majoritaire dans Affiliated Legal Protection (9,5 millions d'Ecus). Elle ne cache plus ses ambitions européennes, possédant déjà 43,5 % de la compagnie italienne RAS Insurance, et regarde maintenant du côté français.

Quant à la part des firmes étrangères dans son marché intérieur, elle est particulièrement importante dans l'assurance-santé (17 %) et dans l'assurance non-vie (13 %). Les compagnies suisses, anglaises et italiennes sont les plus actives.

La RFA est surbancaisée : une agence pour 1 500 habitants. Existente par ailleurs plus de 4 700 établissements de crédit totalisant près de 40 000 agences⁴. Les banques allemandes se sont rapidement internationalisées au cours de ces dernières années et le nombre de leurs filiales à l'étranger est passé de 74 en 1980 à 101 en 1986. Leur volume d'affaires a plus que doublé au cours de la même période. En revanche, elles se mettent à préférer Londres au Luxembourg, leur place préférée de jadis : à l'origine de ce renversement, le déclin de l'activité d'eurocrédit syndiqué à Luxembourg, face à la croissance des nouveaux marchés londoniens.

L'activité des 112 Banques étrangères en RFA⁵ est en général limitée aux opérations avec

l'étranger et aux opérations intérieures. Pour elles, l'entrée dans le marché bancaire domestique, et notamment dans le profitable marché de Mittelsland (PME), est très difficile à réaliser seules, a *fortiori* l'acquisition d'une banque allemande. La plus grande banque étrangère, la Citibank (580 personnes), vient d'ailleurs d'y échouer.

Parallèlement à l'ascension fulgurante des banques japonaises, les banques suisses, dont les caractéristiques sont similaires, arrivent en force sur ce marché. Crédit Suisse, qui a acquis l'année dernière Grundig Bank, a racheté cette année Effectenbank-Warburg. De même, Ibero Amerika Bank, Deutsche Landesbank et Deutsche Schweizersche Bank sont aussi l'objet d'assauts de la part des sociétés suisses.

L'acquisition de cette dernière (filiale à 100 % du Crédit Lyonnais-Bank Nederland, étant elle-même la filiale néerlandaise du groupe financier) par Cantobank, qui rassemble 27 banques cantonales suisses pour un montant de 9,9 millions d'Ecus avait défrayé la chronique avec la découverte d'un trou de 5 millions de deutsche marks dans les comptes de la banque.

La difficulté de pénétrer les marchés allemands tient moins à la réglementation qu'aux caractéristiques nationales particulières de l'activité bancaire allemande.

(Achevé de rédiger le 28 décembre 1987.)

133

2 - Dont les cinq premières en assurance-vie : Allianz ; Hamburger-Mannheimer ; Volksfürsorge ; R+V ; Idurna. En assurance non-vie : Allianz ; Colonia ; Gerling Allgemeine ; R+V Allgemeine ; Huk-Coburg.

3 - Allianz avait essayé auparavant de racheter Eagle Star mais elle avait été empêchée par le groupe BAT, qui s'était livré à la surenchère.

4 - Dont les 5 premières banques allemandes en 1986 : Deutsche Bank Ag ; Dresdner Bank ; West Deutsche Landesbank ; Commerzbank ; Bayerische Vereinsbank.

5 - Dont 20 américaines, avec une part de marché de 30 % ; 13 japonaises avec 24,4 % ; 15 banques françaises avec 11,5 %. Existente par ailleurs 168 bureaux de représentation.