

# EDITORIAL

BERNARD ESAMBERT\*

ET

THIERRY SESSIN\*\*

Le temps n'est plus où l'on pouvait se demander en raison de quelle timidité les chefs d'entreprise faisaient appel à des banques d'affaires plutôt que de se contacter directement et d'utiliser les compétences dont ils disposaient au sein de leurs sociétés. Les opérations de rapprochement débouchent désormais sur des opérations d'une grande technicité et nécessitent le plus souvent la mobilisation de capitaux importants de toutes natures. Le métier des fusions et acquisitions a ainsi acquis ses lettres de noblesse et voisine avec tous les métiers de haut bilan. Très souvent la banque d'affaires traite également du capital-risque, du capital-développement et de la gestion de patrimoine, c'est-à-dire en définitive de toutes les opérations liées aux mouvements des capitaux longs.

A l'approche du vingt et unième siècle, comme dans tous les autres domaines, ces différents métiers connaissent une professionnalisation et en conséquence une segmentation accrues. Et leur champ d'expansion est désormais régional et mondial, l'émergence de l'Union Européenne et d'autres grands espaces économiques conduisant à la multiplication des opérations transfrontières menées par les banques d'affaires en corollaire du besoin de grossissement des entreprises. Bref, dans ce domaine comme dans les autres, le « shake-up » est au rendez-vous de cette fin de siècle qui voit, en fonction de l'évolution rapide des technologies de toute nature, tous les métiers s'affiner et de nouvelles aventures se développer, dans la création des entreprises, dans la création de nouveaux produits et services, dans la création (probablement excessive dans certains cas) de grands groupes grâce à la croissance externe, dans la naissance de nouvelles structures qui seront un jour le vivier (ou la cible) des plus grandes. C'est dire que le métier de banquier d'affaires

7

---

\* Vice-président du Conseil de surveillance Lagardère groupe, Président du conseil de surveillance de la Banque Arjil.

\*\* Chercheur associé au MINI-FORUM, Conseiller technique auprès du Président de la Commission de surveillance de la CDC.

n'en est qu'à ses prémices pour créer, drainer, transférer, transformer les capitaux longs en fonction des besoins des entreprises et des Etats.

Rarement en effet, au travers de l'histoire de l'industrie financière, un aussi grand nombre de facteurs de transformation se seront ainsi juxtaposés : l'accélération du rythme de l'innovation financière ; la diffusion de la déréglementation financière à l'échelle internationale (levée du Glass Steagall Act aux Etats-Unis ; Big-Bang au Japon ; libéralisation financière en Europe continentale) ; la fragilisation avérée d'intermédiaires financiers mal ou peu supervisés. Parallèlement à ces mécanismes globaux, la mise en place de l'euro contribue plus spécifiquement à modifier les conditions de la concurrence entre banques européennes et, entre celles-ci et les banques anglo-saxonnes. L'introduction officielle de l'euro depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999 a eu pour effet immédiat de fragiliser des sources de revenus traditionnelles, comme les activités de change. En sens inverse, l'euro permet d'offrir de nouvelles opportunités pour les banques d'affaires qui parviendront, dans le moyen terme, à les exploiter. Les banques d'affaires, bien qu'exposées aux risques de marchés, continuent d'exercer leur médiation dans le domaine des opérations de fusions et acquisitions. Sur ce métier, elles ont profité de la vitalité de ces opérations, qui atteignent, sur les 10 premiers mois de 1998, un niveau rarement égalé de 2000 milliards de dollars. Ce dynamisme ne doit pourtant pas faire oublier que les banques d'affaires, souvent anglo-saxonnes, ont été particulièrement affectées par les turbulences des marchés financiers mondiaux au cours de l'année 1998, lesquelles ont durement pesé sur leurs activités de trading, de crédit et de courtage.

Ce dossier de la Revue d'Economie Financière, consacré aux banques d'affaires contribue, à sa manière, à alimenter le débat sur les orientations stratégiques d'après crises financières, des dirigeants des plus importantes d'entre-elles. D'importants défis s'exposent désormais aux banques d'affaires : Quels sont les volumes d'affaires, les revenus et les commissions potentiels sur les marchés où les banques d'affaires ont investi massivement ? Quels types d'activités et de produits les banques d'affaires continueront à produire par elles-mêmes ou bien seront-elles conduites à externaliser ? Comment procéderont-elles pour redéployer leurs ressources humaines et leurs fonds propres dans les métiers où elles comptent se maintenir ? Dans quelle mesure doivent-elles se désengager de certaines activités et de certains produits ? Les meilleures doivent-elles profiter de l'affaiblissement des concurrentes pour procéder à des opérations de croissance externe sur des marchés promis à des taux de croissance élevés ? Sont-elles contraintes de repenser l'ensemble de leurs dispositifs stratégiques ou doivent-elles se limiter à des réaménagements marginaux ? Y a-t-il place pour de petites

ou nouvelles banques d'affaires par rapport au concert des grandes, mondialement connues ?

Les différentes contributions de ce dossier indiquent que des indicateurs avancés de l'activité, présageaient de l'imminence d'une crise financière internationale, affectant une partie non-négligeable des activités des banques d'affaires ; la crise financière aura ainsi vérifié que les banques d'affaires les mieux dirigées, disposant d'une stratégie cohérente, parviendront le mieux à redéfinir leurs orientations ; à l'inverse, les banques d'affaires animées par des managers hésitant à privilégier un axe de développement plutôt qu'un autre et ayant des dispositifs de gouvernance interne défaillant, subiront plus fortement la restructuration des activités et des produits médiatisés par ce type d'acteurs financiers. Sur les marchés porteurs, lorsque des nouvelles sources de revenus et de commissions, résultant de volumes d'affaires en forte croissance sont élevés, les activités des *trading* et de fusions & acquisitions s'auto-alimentent, de sorte que les dysfonctionnements des banques d'affaires mal dirigées sont le plus souvent fondus dans des volumes d'affaires importants. La période d'expansion qui a précédé la crise de 1998 avait eu nettement tendance à masquer les difficultés à venir, alors qu'il était flagrant que l'écrasement des marges sur les activités de banques d'affaires était significatif, à l'instar des *spreads* sur les activités de produits dérivés sur actions, qui se sont détériorées de près de 15 % en deux ans aux Etats-Unis. Parallèlement, c'est également aux Etats-Unis que l'on a assisté à l'amorçage du mouvement de concentration des banques d'affaires, suivi d'une croissance annuelle pour les deux dernières années, de près de 20 % pour certaines de leurs activités, comme l'émission de nouvelles actions, les fusions-acquisitions, les activités de *trading*. Il en est tout autrement pour la période qui s'ouvre : la qualité du management des banques d'affaires et la viabilité des marchés leaders seront de plus en plus déterminantes.

Dans ce nouveau contexte, les banques d'affaires apparaissent comme particulièrement exposées à un double défi : une intensification de la concurrence intra-européenne ; une intensification du mouvement de globalisation financière, liée aux accords commerciaux internationaux relatifs aux services financiers. Pour l'essentiel, la concurrence exercée à l'encontre des banques d'affaires européennes vient et viendra encore davantage des banques d'affaires nord-américaines comme Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P Morgan et la Chase Manhattan, face aux banques européennes Crédit Suisse, l'UBS et la Deutsch Morgan Grenfell. Néanmoins, le rachat de la banque d'affaires Bankers Trust par la Deutsch Bank, à l'origine de la création d'un fournisseur global de services financiers, doté d'une plate-forme transatlantique, indique que des banques européennes, concentrées et consolidées par

l'intensification de la concurrence dans l' « Eurolande », parviendront (peut-être) à bousculer le classement du « top ten » des banques d'affaires mondiales. Plus globalement, les signes se multiplient chez les banques d'affaires, d'un vaste mouvement de réorganisation stratégique, en ressources humaines et en fonds propres. Les banques les plus importantes procèdent à des opérations de sorties des marchés et des produits affectés par la dernière crise financière internationale, occasionnant des réductions d'effectifs importantes, notamment parmi les spécialistes des activités de dette sur marchés émergents. Il semble, qu'à moyen terme, la tendance à développer séparément les activités de recherches, de syndication ou de *trading* pour les pays émergents, ira en s'inversant, à la fois pour réduire des coûts de fonctionnement et pour mieux contrôler le risque de crédit. De la même manière, les banques d'affaires n'ayant pas d'avantages compétitifs sur des marchés et des produits particuliers, seront contraintes très rapidement de laisser le champ libre à leurs concurrentes, disposant des tailles critiques requises. Enfin, la volonté d'être parties prenantes d'opérations financières comportant des risques de crédit, risque à son tour, d'être freinée chez les banques d'affaires, à l'image des produits de dettes à hauts rendements, que certains continuent malgré tout à présenter comme des produits d'avenir.

10

Ouvrant une première série de contributions consacrées aux tendances lourdes de la banque d'affaires, E.P.M. Gardener et P. Molyneux dressent un panorama macro-économique du secteur et indiquent les principaux déterminants stratégiques des banques d'affaires à l'échelle mondiale. Cet article traite de la volonté affichée, au cours de ces dix dernières années par les principales institutions bancaires de la planète, de développer des activités de banques d'affaires à l'échelle mondiale. Cette industrie a de fait connu des phénomènes de concentration et de surcapacité, se traduisant notamment par une diminution des commissions et par de nombreuses restructurations permises entre autres, par la disparition des distinctions réglementaires entre banques commerciales, banques d'affaires et maisons de titres. La concurrence accrue en Europe révèle plusieurs stratégies de la part des banques, telles que la résolution des problèmes de surcapacité, le recentrage sur la rentabilité, la concrétisation de nouvelles opportunités, la mise en œuvre de rendements d'oligopole, l'établissement de relations de long terme avec la clientèle et l'adaptation aux aléas de la croissance dans l'industrie. En conclusion, les auteurs présentent les effets de la construction européenne sur le secteur bancaire, ainsi que les gagnants et les perdants au sein de ce secteur.

A la suite d'E.P.M. Gardener et P. Molyneux, P. Reyniers et J.M. Mercier, du cabinet de stratégie A.T. Kearney, tentent de fixer les

principaux axes de développements stratégiques du métier de banques d'affaires et de banques d'investissement. Après avoir rappelé les facteurs de transformation de l'environnement financier (monétisation des actifs, croissance des marchés financiers et consolidation des banques, émergence de nouveaux modèles de banques d'investissement, changement du mode de régulation des taux d'intérêt, importance des actionnaires), les deux auteurs se focalisent sur les éléments clés du changement et le positionnement des entreprises leaders sur ce métier de banques d'affaires. Sur le plan de la prospective, les auteurs estiment que dans une décennie, seulement une demi-douzaine de banques d'affaires aura atteint une taille mondiale. Ces banques seront situées le long d'un continuum de positionnement qui prend en compte la nature du client, les questions relatives à la taille et aux économies d'échelle, l'organisation et la maximisation du patrimoine des actionnaires. Les autres acteurs du secteur devront se contenter de niches. Pour réussir, il leur faudra être attentives à un certain nombre de critères, dont dépend notamment l'intérêt que peuvent apporter à la firme les actionnaires, les clients, ainsi que les jeunes talents de la profession.

De façon plus spécifique, la réflexion de P. Morin contribue à préciser le cadre d'action des banques d'affaires à l'intérieur du modèle français de détention et de gestion des capitaux. Pour l'auteur, l'économie française réalise actuellement une mutation très rapide. D'une « économie de cœur financier », elle se transforme en effet en une « économie de marché financier ». En cela, l'économie française rejoint le fonctionnement des économies anglo-saxonnes (Etats Unis et Grande Bretagne) et s'écarte des autres modèles de capitalisme qui avaient pu inspirer antérieurement et partiellement son organisation actionnariale (Allemagne et Japon). Cet article se propose d'effectuer, autour de ce changement, une synthèse de plusieurs réflexions ou travaux qui ont chacun des sources bien distinctes. Il s'agit plus particulièrement de préciser la voie qu'emprunte actuellement le capitalisme français. Trois principales conclusions émergent de cette analyse : l'actuelle évolution condamne à terme le système des participations croisées, elle favorise l'arrivée de nouveaux investisseurs - les investisseurs institutionnels étrangers - et avec eux, l'entrée de nouvelles normes de gestion des entreprises.

Pour sa part, la contribution du cabinet Mac-Kinsey consiste à distinguer les stratégies de banques d'affaires viables face à la mise en place de l'euro. Les banques d'affaires ont, pour l'essentiel, résolu les questions opérationnelles posées par l'avènement de l'euro, mais ont souvent négligé les très difficiles questions stratégiques entourant la monnaie unique. Alors que des pans entiers de leurs activités traditionnelles de banque de gros seront réduits à néant, peu d'établissements

européens semblent avoir réellement cherché à répondre à la question cruciale : comment prospérer dans le nouvel environnement ? Une chute de 23 milliards de dollars de chiffre d'affaires en moins de dix ans - de 100 à 77 milliards -, c'est ce que l'on peut attendre au total sur les trois activités qui représentent entre 40 et 80 % de l'activité de gros des banques européennes : le change, la banque commerciale et le trading de dette souveraine. En sens inverse, l'euro créera des opportunités dans les obligations de collectivités locales et d'entreprises, les actions, les fusions-acquisitions, tout comme dans le domaine de la gestion d'actifs. Au total, l'euro devrait créer plus de perdants que de gagnants dans le domaine de la banque d'affaires. Les banques qui veulent survivre dans cet environnement exigeant devront souvent prendre des décisions difficiles après une révision en profondeur de leurs stratégies.

En conclusion de cette première série d'articles réservée aux diagnostics et à la prospective, la contribution de J.L Fort de la Commission Bancaire, rappelle la ligne de conduite des autorités de tutelle à l'égard des activités risquées des banques d'affaires. Le renforcement du contrôle des risques, notamment ceux qui se rapportent aux activités spécifiques de la banque d'affaires (gestion de patrimoine, le « haut de bilan » ainsi que les activités de marché liées notamment aux services rendus à la clientèle et à la gestion des fonds propres) est une préoccupation constante des autorités de tutelle. Cet article montre ainsi qu'un contrôle efficace de ces risques est à l'image de la banque d'affaires : diversifié dans ses modalités et dans ses domaines d'intervention. L'attention encore accrue qui doit être apportée au contrôle interne est ainsi un gage de sécurité interne et externe. Interne, car la maîtrise des risques générés par les activités de banque d'affaires constitue un enjeu croissant, dans la mesure où, les activités de « haut de bilan » produisent des résultats de plus en plus récurrents pour les établissements de crédit. Externe, car dans le contexte actuel d'intensification de la concurrence entre les banques d'affaires, l'émergence de risques de marché ou opérationnels et partant, de pertes comptables ou de litiges avec la clientèle, risque en effet de porter préjudice aux résultats de la banque comme à son image et donc à la pérennité de son fonds de commerce.

La deuxième série d'articles vise à décrire les tendances structurelles du métier de banques d'affaires, à travers les produits et les activités médiatisés par celles-ci.

L'article de M. Jacob, s'intéresse aux conditions de la rémunération de services et de la tarification des banques d'affaires. Pour l'auteur, la question de la tarification des services bancaires constitue un sujet de débat, voire de controverse depuis de nombreuses années. On notera

cependant que ce débat traite, soit de la tarification des services bancaires destinés aux seuls particuliers, soit du dilemme « rémunération des dépôts à vue » versus « tarification » ou plutôt, « facturation des services bancaires, et notamment des chèques bancaires ». La question de la tarification des services bancaires devrait se trouver relancée très prochainement, avec l'UEM comme catalyseur, puisque, sur l'initiative des pouvoirs publics, un groupe de travail a été récemment constitué entre les membres de la profession bancaire et les « usagers ».

Après avoir analysé avec M. Jacob les conditions de rémunération des banques d'affaires, l'article de G. Surbled de Translink a pour objet de repérer les grandes tendances du marché européen des fusions et acquisitions. La tendance lourde vers la dérégulation et la globalisation croissante des marchés a constitué une puissante incitation à la conclusion d'opérations de fusions-acquisitions transfrontalières. Ainsi, le volume global des fusions-acquisitions transfrontalières en Europe s'est accru régulièrement au cours des cinq dernières années, pour atteindre le chiffre record de 68,7 milliards d'écus en 1997. Ce mouvement s'est poursuivi en 1998 puisque, à l'échelle de la planète, les fusions internationales ont été supérieures de moitié, pour les six premiers mois de 1998, aux opérations de l'ensemble de 1997. Cet article présente sur la base des données de marché recueillies par Translink un large panorama des principales opérations de fusions-acquisitions intervenues ces cinq dernières années ainsi que les grandes tendances du marché dans l'Union Européenne. L'analyse proposée est menée par pays et par secteur. Une sélection d'opérations particulièrement marquantes du fait de leur ampleur ou de leur originalité est citée à titre d'illustration.

Poursuivant le même champ d'étude, l'article de J.-J. de Balasy propose une analyse de l'évolution de l'offre de service en « fusions-acquisitions » des banques d'affaires. Pour l'auteur, ce produit évolue au rythme des nouvelles contraintes des entreprises : « *benchmarking* » au niveau mondial, prise en compte de l'impact global des opérations au-delà de leur seul aspect stratégique, prise en compte du facteur « temps ». L'organisation traditionnelle des banques a largement laissé la place à une organisation matricielle complexe, couvrant géographies, secteurs industriels et domaines d'expertise. L'offre de fusions - acquisitions est davantage intégrée verticalement et horizontalement et devient lentement, mais sûrement, un produit parmi d'autres, dans la palette des services offerts dans le cadre du « one stop shopping ».

Après avoir analysé les conditions de tarification et l'un des produits phare des banques d'affaires, leur médiation dans les vagues récentes de fusions et acquisitions, la contribution de Serge Raicher apporte des éléments d'analyse relatifs à l'évolution du capital investissement en Europe. Pour l'auteur, le capital investissement européen a profondé-

ment évolué ces quinze dernières années. Il peut avoir un impact significatif sur l'économie d'un pays, en particulier sur les PME. En effet, les PME ayant fait appel au capital investissement réalisent des performances sensiblement meilleures que les plus grandes sociétés européennes. Le marché du capital investissement progresse très rapidement en Europe et la tendance semble durable. Certes il reste moins développé qu'aux Etats-Unis, mais l'écart se réduit. Ce développement pourrait s'accélérer avec l'introduction de l'Euro, et la mise en place d'un cadre juridique et fiscal plus favorable. Enfin, une inconnue réside dans les pays de l'Est : est-il déjà trop tard pour s'y implanter ? Dans tous les cas, une connaissance solide de ces régions et des particularismes locaux est un préalable à tout engagement réussi.

A la suite de S. Raicher, P.M Passy et P. Palasi s'intéressent à l'évolution récente du capital risque en Europe. Le tout nouvel engouement enregistré en Europe pour les métiers de capital-risque/capital-développement conduit les deux auteurs à s'interroger sur la pérennité de ce mouvement. Cette interrogation semble d'autant plus légitime, qu'il y a seulement cinq ans, la profession se trouvait dans une situation difficile. Pour P.M Passy et P. Palasi, il est clair que la profession traverse actuellement une phase exceptionnelle qui résulte à la fois des circonstances, mais aussi des efforts entrepris pour rationaliser le métier. On peut cependant regretter que les mesures prises, notamment au plan fiscal, restent frileuses : indirectes (comme le DSK), plafonnées à des niveaux trop modeste ou tout simplement repoussées sans cesse (fonds commun de placement pour l'innovation, fonds de pension). L'objet de cet article est de mettre en lumière les nombreux changements intervenus depuis 1993 et de montrer ainsi que de nombreux facteurs semblent réunis pour permettre à l'investissement en non coté de constituer une classe d'actifs à part entière.

En conclusion de ce dossier, Xavier de Bayser, Xavier Blandin et Paul Mentré interviennent successivement sur des dimensions plus précises du métier de banques d'affaires. Xavier de Bayser évoque les avantages que constitue, pour les investisseurs institutionnels confrontés à une pléthore d'offres de délégation de gestion, la gestion de type quantitative. Ces techniques sont devenues nécessaires, en raison des impératifs d'allocation d'actifs sur le long terme, de diversification des avoirs des portefeuilles des investisseurs institutionnels. En même temps, l'atteinte de ces objectifs est facilitée par l'existence de techniques de modélisation de types probabilistes. Les méthodes de gestion quantitatives permettent ainsi de réduire le champ des possibles et de limiter l'exposition au risque pour les actifs gérés par les institutionnels, tout en garantissant une performance régulière pour peu que l'horizon de placement ne soit pas trop proche.



A côté de la fonction de mandataire de gestion, Xavier Blandin développe pour sa part, la fonction de mandataire dans les opérations de privatisations. L'auteur décrit le rôle clé des banques d'affaires dans ce type d'opérations, consistant à mobiliser une série de métiers et de fonctions traditionnels à ces banques. Il développe en particulier l'impact de la crise asiatique sur les activités de banques d'affaires tournées vers les privatisations dans les pays émergents et dans les pays développés. Enfin, l'auteur aborde la question de la taille des mandats de gestion et de la position des banques d'affaires françaises, très concurrencées par les banques anglo-saxonnes et condamnées à la recherche d'avantages compétitifs de tous ordres.

A la suite de Xavier Blandin, Paul Mentré développe le thème de la fonction de mandataire de privatisation centrée sur les pays de l'Est. Après avoir décrit le contexte macro-économique des opérations de privatisations, l'auteur précise le rôle des banques d'affaires internationales au regard des spécificités nationales de chaque marché de privatisations, la taille initiale des marchés boursiers, la présence ou non d'investisseurs internationaux, l'existence ou non d'un droit des sociétés et d'un droit des affaires. Par la suite, l'auteur revient sur l'impact de la privatisation des banques des pays de l'Est sur le dynamisme des privatisations pour le reste de l'économie. De ce point de vue, l'auteur évoque successivement le rôle de la BERD et des banques européennes dans la restructuration des systèmes bancaires. Enfin, Paul Mentré analyse l'impact de la crise des pays émergents sur le mouvement de privatisations. Après avoir retracé l'évolution des *spreads* avant et après la crise asiatique, l'auteur envisage des scénarii de redéploiement des investissements internationaux dans les pays émergents, davantage sous la forme d'investissements directs.