

# PRIVATISATIONS ET BANQUES D'AFFAIRE

UNE INTERVIEW DE XAVIER BLANDIN\*

## **Les privatisations constituent-elles un métier à part entière pour une banque ?**

Si les privatisations ont été, depuis le début des années 1980, une source de revenus à la fois récurrente et importante pour les banques d'affaires, elles ne constituent pour ces dernières ni un produit, ni un métier.

La notion de produit évoque en effet un aspect « industriel », c'est-à-dire uniformisé, de la prestation fournie. Les privatisations, on le sait, sont tout sauf cela : le mandat de privatisation relève davantage de la haute couture que du prêt-à-porter. Chaque privatisation, notamment à l'étranger, implique à l'évidence une approche spécifique, tenant compte de la situation politique et sociale locale, des contraintes législatives et réglementaires, ainsi évidemment que de la problématique propre à chaque entreprise. On se doute bien que la mise en concession d'un service public en Amérique du Sud (que l'on appellera privatisation de façon sans doute un peu abusive), ou l'introduction en bourse d'une entreprise concurrentielle en France, sont pour le moins deux « produits » tout à fait différents.

La privatisation n'est pas non plus, à proprement parler, un des « métiers » de la banque d'affaires. Plus exactement, une de ses caractéristiques est précisément de mettre en jeu toute une série de métiers (conseil, évaluation, marchés de capitaux), voire de fonctions (juridique, fiscale...), traditionnellement présents dans la palette de compétences des plus grandes banques d'affaires. On peut même aller jusqu'à dire que c'est la capacité des banques d'affaires à s'appuyer sur l'ensemble de ces métiers diversifiés, et à les mettre en jeu de manière coordonnée au bénéfice du client, qui a fondé la réussite, dans le domaine des privatisations, des banques anglo-

225

---

\* Paribas.

saxonnes dans un premier temps, de certaines banques françaises dans un deuxième.

**Qu'est-ce qui a pu conduire les banques à développer type d'activité notamment dans les pays en émergence, et comment s'y sont-elles prises ?**

La privatisation repose, comme on vient de le souligner, sur une approche spécifique, fondée sur l'expérience diversifiée acquise dans les métiers traditionnels et sur la connaissance du contexte local. Cette approche peut servir les intérêts commerciaux de long terme d'une banque d'affaires. Avoir participé activement à la phase de privatisation d'une économie en émergence constitue, pour une banque d'affaires internationale, la meilleure garantie d'y être présente dans une deuxième phase de développement de son capitalisme. Il s'agira alors pour elle de participer à des opérations de rapprochements d'entreprises (métier des fusions-acquisitions), ou de placements sur les marchés de capitaux.

Il convient de distinguer - en termes d'approche et d'organisation interne des banques d'affaires - entre le marché des privatisations dans les pays en émergence, et celui des pays déjà développés. Pour les raisons de stratégie de moyen terme évoquées plus haut, nombre de banques françaises - après les banques anglo-saxonnes - se sont dotées de structures en général assez légères capables de traiter la problématique générale des privatisations dans certaines zones en émergence. Ce fut le cas à partir du début des années 1990 pour les pays de l'Est notamment. Il s'agissait alors d'équipes généralistes, dont la principale caractéristique était de connaître le contexte spécifique des opérations menées dans ces pays, d'y mettre en œuvre progressivement des règles et des méthodes communément admises, et d'y réaliser des opérations de privatisation consistant la plupart du temps à rechercher des partenaires stratégiques en vue d'un adossement. Par le rôle de conseil qu'elles ont pu jouer dans la mise en place de cadres législatifs ou réglementaires plus transparents, par leurs apports en termes de savoir-faire et de professionnalisme, par le confort qu'elles ont pu procurer aux investisseurs internationaux, les banques d'affaires internationales ont incontestablement joué, et continuent à jouer, un rôle positif dans cette période de transition des pays en émergence. De tels mandats, pas toujours très rémunérateurs compte tenu de la complexité et de la taille généralement modeste des opérations, ont souvent été pour une banque d'affaires le moyen de « reprendre pied » dans des pays ou des zones dont elles s'étaient éloignées, du fait de la crise de la dette (Amérique Latine) ou du centralisme de l'économie.

### Précisément, quelles conséquences la crise des pays émergents peut-elle avoir sur ce type d'activités ?

Il faut peut-être, là, distinguer si l'on peut dire entre « l'offre » et la « demande ». « L'offre », c'est-à-dire la présence active des grandes banques d'affaires internationales sur les marchés émergents, peut avoir tendance à se réduire à court terme ; confrontées à un ralentissement général de leurs activités, certaines banques américaines, on l'a vu récemment, ont déjà eu tendance à réduire leurs équipes, et en priorité celles qui étaient impliquées dans les zones en crise. La « demande », en revanche, n'a guère de raison de baisser, mis à part bien sûr le fait (qui n'a rien à voir avec la crise que dans certaines zones le mouvement général de privatisation est déjà largement derrière nous (Asie, Amérique Latine)... Je crois que les raisons fondamentales qui ont été à l'origine du mouvement quasiment universel de privatisation (efficacité économique, impératifs budgétaires...) ne peuvent que se trouver renforcées par la crise actuelle, et justifier une poursuite du mouvement. Les économies en développement n'ont pas d'autre choix et je ne crois guère à un scénario de repli sur soi, avec contrôle des changes et re-nationalisation. En outre, il paraît clair que la crise des marchés émergents se traduira inévitablement et assez rapidement par de nouvelles opportunités d'investissements, et par des fusions ou rapprochements d'entreprises. Donc, en résumé, les banques d'affaires - si elles ont la sagesse de ne pas faire trop de *stop and go* dans les zones actuellement en difficulté -pourraient en trouver bénéfique une fois passée la phase la plus aiguë de la crise, que ce soit dans le conseil en privatisation ou plus généralement dans le métier des fusions-acquisitions.

227

### Qu'en est-il du marché des privatisations dans les pays développés ?

Toute différente est l'approche retenue pour les privatisations « de marché », c'est-à-dire, pour l'essentiel, celles mises en œuvre pour les grandes économies développées. Le facteur essentiel de succès est alors la capacité de la banque d'affaires à placer de la manière la plus professionnelle possible, des quantités de titres parfois très importantes, soit sur les marchés domestiques particuliers, soit auprès des investisseurs institutionnels internationaux. Dans ce domaine, la taille du bilan, l'organisation interne, l'expérience déjà acquise sur les entreprises comparables du secteur (le fameux *track-record* !) constituent des atouts essentiels. Il faut donc avoir conscience, sur ce deuxième volet, de l'avantage que représente pour une banque d'affaires le fait de participer à l'une des privatisations nationales importantes (Elf, France Télécom, AGF...). C'est non seulement, pour elle, une source de revenus importants tirés pour l'essentiel de

l'activité de placement de titres..., mais c'est aussi la possibilité d'adjoindre à ses références une opération-phare bien connue des marchés internationaux, dont elle pourra ensuite se prévaloir dans d'autres pays et auprès d'autres clients. C'est un aspect que les pouvoirs publics français doivent garder en tête dès qu'ils attribuent des mandats de privatisation de grandes entreprises : il s'agit en effet d'une occasion privilégiée de permettre à de grandes banques françaises de démontrer leurs capacités, dans un contexte international où, soyons réalistes, rares sont les occasions d'obtenir l'équivalent. Là encore, les grandes banques anglo-saxonnes qui ont été sans conteste les plus professionnelles et les plus actives au moment du démarrage de la phase des privatisations, notamment en Grande-Bretagne, ont également été les plus rapides à exploiter cette expérience auprès des pays qui ne disposaient pas forcément de « champions nationaux » dans le domaine bancaire. Elles ont donc acquis, progressivement, un quasi-monopole que seule l'expérience acquise lors d'opérations françaises de grande envergure a pu contrebalancer.

Ne tirons pas de conclusions trop pessimistes : le développement du professionnalisme de certaines grandes banques françaises est manifeste depuis quelques années. Certaines, tirant avantage de l'expérience acquise en France, ont pu participer dans des rôles majeurs à de grandes privatisations internationales... Mais n'oublions pas néanmoins que ces dernières années ont également marqué l'entrée en force de concurrents étrangers, non seulement sur les grandes privatisations françaises (c'était déjà le cas), mais sur le marché domestique des fusions-acquisitions !

228

**Venons-en maintenant aux aspects plus techniques. Que représente un grand mandat de privatisation pour une banque d'affaires ?**

D'abord, et sans doute essentiellement, un formidable parcours du combattant préalable. Un mandat important dans ce domaine, en France comme à l'étranger, ne s'obtient pas par hasard. Il est le fruit d'un long travail de préparation qui, en gros, a permis de connaître et de se faire connaître : connaître d'abord en profondeur l'entreprise qui sera mise sur le marché, identifier les inévitables problèmes qui devront être résolus avant son introduction en bourse... Se faire connaître ensuite ; certes, dans la plupart des pays, des procédures claires de sélection des banques-conseil (les *Beauty-contests*) sont-elles organisées, mais encore faut-il figurer sur les listes restreintes de candidats auxquels on demande de concourir. Là encore, à l'étranger, les Goldman Sachs ou les Merrill Lynch ont des notoriétés qui les précèdent, ce qui n'est pas toujours le cas des banques françaises. L'implantation locale, la connaissance de l'entreprise et de son envi-

ronnement, la présentation la plus séduisante possible des moyens et des réalisations de la banque, sont les premiers préalables au succès. N'oublions pas que la notoriété de quelques grandes banques n'empêche pas certains pays de souhaiter diversifier un peu les origines géographiques ou culturelles de leurs conseils, ni de valoriser certaines expériences de privatisation, notamment françaises, considérées de temps à autre comme plus faciles à adapter au contexte local. N'oublions pas enfin que, dans certains secteurs ou métiers, les banques d'affaires françaises peuvent également bénéficier de la notoriété acquise par de grandes entreprises industrielles françaises (l'eau, le pétrole, l'automobile...).

La phase de réalisation du mandat constitue, à l'évidence, un deuxième parcours d'obstacles. La grande différence entre une privatisation et une opération classique de fusion-acquisition ou de marché, est qu'elle est une opération par nature « politique ». C'est par définition l'Etat qui est vendeur, confronté, dans tous les pays du monde, à ses propres contraintes et parfois ses propres contradictions : souci de transparence, tempéré parfois par certaines préoccupations stratégiques nationales ; souci de défense de ses intérêts patrimoniaux, assorti de temps à autre de réticences à prendre des mesures préalables parfois douloureuses... La liste pourrait être longue ! Les privatisations sont donc toujours des opérations à la fois très visibles et très délicates. Ajoutons à cela que le mécanisme de suivi d'une privatisation, dont on se doute qu'il est complexe, n'est pas toujours aussi « huilé » que dans les pays qui s'appuient dans ce domaine sur des procédures solidement établies. Rendons, de ce point de vue, hommage aux procédures françaises qui, en dépit parfois de leurs lourdeurs, permettent aux banquiers d'affaires de s'appuyer sur des interlocuteurs compétents, capables de susciter des Pouvoirs publics les décisions qui s'imposent à chaque étape de la procédure... même si ces procédures n'empêchent pas toujours, on l'a vu en France comme ailleurs, les retards ou les revirements... La banque d'affaires, lorsqu'elle traite de privatisation, doit aussi mettre la persévérance au rang de ses qualités.

229

### **La capacité de placement sur les marchés est-elle un avantage compétitif majeur aujourd'hui ?**

La capacité de placement sur les marchés, notamment dans le cadre d'opérations de privatisation de tailles importantes, est un avantage compétitif significatif pour les banques d'affaires, ceci pour plusieurs raisons.

Les banques disposant d'une capacité de placement ont un contact régulier avec les investisseurs et de ce fait ont une connaissance en

temps réel des attentes du marché. Or, lors de la structuration d'une opération de cession, partielle ou totale, d'un actif public à des intérêts privés, la connaissance des attentes et des comportements des investisseurs, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels, de particuliers ou des salariés de l'entreprise à privatiser, est un élément de réussite majeur.

En effet, notamment dans le cas des cessions sur les marchés, c'est cette connaissance qui va permettre de structurer l'opération de privatisation, en adaptant chacun des paramètres aux exigences des investisseurs : dimension, calendrier, conditions, *roadshows*... On notera que les dernières grandes opérations réalisées en France ont montré toute l'importance d'un fin calibrage de l'offre aux particuliers, notamment lors de l'ouverture du capital de France Télécom, avec la mise au point du système des réservations qui a connu un réel succès.

En retenant comme conseil et coordinateur d'une offre publique une banque d'affaires disposant d'une capacité réelle de placement, le donneur d'ordre, dans le cadre d'une privatisation sur les marchés, s'assure par ailleurs d'une prestation globale de conduite de l'opération, depuis la préparation de la cession du ou des actifs, qui peut couvrir une période longue, jusqu'à la vente effective des actions. Cette prestation globale assure la totale cohérence entre les deux étapes (structuration - cession), ainsi que l'engagement réel de la banque d'affaires jusqu'à l'issue de l'opération.

Enfin, cette prestation globale inclut généralement ce que l'on appelle la recherche financière et le suivi dans le temps de la valeur privatisée. Ce point est fondamental puisque, outre qu'il suppose de la part de la banque d'affaires une connaissance approfondie du secteur de l'entreprise privatisée indispensable lors de la phase « conseil », il garantit une présentation crédible de l'entreprise aux investisseurs lors de la cession des titres.

### **Quelles sont les évolutions en matière de tarification ? Y a-t-il eu guerre des prix dans le conseil en privatisation ?**

Comme on l'a vu plus haut, il y a eu développement d'une concurrence sur ce marché jugé stratégique par la plupart des grandes banques... donc la réponse est claire : il y a eu baisse des prix. Le phénomène a eu une traduction très visible au niveau des commissions de placement rémunérant les banques à l'occasion des grandes opérations de privatisation sur le marché. Je pense par exemple à des opérations de privatisation au Brésil, mais également en Europe, et en France notamment. Il est évidemment plus difficile d'illustrer ce phénomène pour les opérations de privatisation « hors marché » où les rémunérations sont négociées directement

entre la banque et son client, qu'il soit l'acheteur ou le vendeur. Mais la plupart des mandats sont attribués après organisation d'un appel d'offres entre les banques, et ces dernières années, il s'agissait plutôt d'être flexible à la baisse pour - à qualité égale - espérer l'emporter !

### **Vaut-il mieux un mandat « acheteur » ou un mandat « vendeur » ?**

En matière de privatisation, comme en général en matière de fusion-acquisition, c'est effectivement une question classique pour le banquier d'affaires... à condition pour lui d'avoir le choix, ce qui n'est pas toujours le cas ! Rappelons rapidement les données du problème : un mandat fait en général l'objet d'une rémunération forfaitaire, plus ou moins censée couvrir les frais (« retainer-fee »), et d'une rémunération au succès (« success fee »). Les rémunérations au succès (ou les commissions de placement lorsqu'il s'agit d'une mise sur le marché) sont en général beaucoup plus lucratives.

*A priori*, c'est donc une évidence de dire qu'il vaut mieux avoir un mandat « vendeur » grâce auquel, sauf si le vendeur change d'avis et décide de ne plus vendre ou privatiser, on est sûr d'avoir accès à une rémunération de type « success fee ». Lorsqu'au contraire on conseille un acheteur, on est évidemment jamais sûr que ce sera lui le gagnant de la compétition organisée ; on peut alors avoir travaillé longtemps pour ne toucher in fine qu'une rémunération modeste, couvrant tout juste les frais dans le meilleur des cas.

Toutefois, la réalité est évidemment plus complexe. Dans le cas d'une privatisation, le vendeur est par définition un Etat, ou une collectivité publique, bref quelqu'un qui n'est pas toujours disposé, ou en mesure, de payer grassement son conseiller, même en cas de succès. A l'inverse, il n'y a rien de tel qu'un mandat acheteur réussi pour nouer des relations durables avec une grande entreprise internationale qui, si elle est satisfaite de vos services, pourra vous donner par la suite d'autres mandats !

Bref, on voit bien à travers ces quelques réflexions un peu schématiques que la réponse à la question n'est pas toujours aisée. En fait, elle repose sur une analyse au cas par cas, et sur des considérations de stratégie commerciale propre à chaque banque.

### **Quels sont, finalement, les atouts français sur ce marché du conseil en privatisation ?**

Ni vrai produit, ni véritable métier, la privatisation, devenue depuis 10 ans un phénomène quasi-universel, est apparue de ce fait également comme un enjeu important pour les banques d'affaires internationales. La France peut, dans ce domaine marqué par une concurrence

sévère, continuer à s'appuyer sur deux atouts importants : tout d'abord l'ampleur et, dans la plupart des cas, la réussite de son propre programme de privatisation, lui fournit des références notables à l'échelle internationale (rappelons par exemple que l'ouverture partielle du capital de France Télécom a suscité probablement la plus importante demande institutionnelle jamais enregistrée au niveau mondial) ; par ailleurs, la flexibilité, l'innovation et la présence internationale de ses banques peut, dans certains cas, lui donner un avantage compétitif tant il est vrai, en matière de privatisation, que le placage de schémas un peu trop automatiques risque parfois de conduire à de véritables contresens.