

# LES DÉTERMINANTS STRATÉGIQUES ET LES CHANGEMENTS DANS LES ACTIVITÉS DE BANQUE D'AFFAIRES À L'ÉCHELLE MONDIALE\*

E.P.M. GARDENER ET P. MOLYNEUX\*

## *LES ACTIVITÉS DE BANQUES D'AFFAIRES EN TANT QUE MARCHÉ : PERSPECTIVES ET CHANGEMENTS*

Durant ces dix dernières années, les institutions bancaires à l'échelle de la planète ont lutté pour améliorer la qualité des actifs, réduire les coûts et mettre en place des flux de revenus constants. De ce fait, nombreuses sont celles qui ont mis l'accent sur les activités de banques d'investissement - plus précisément, sur la garantie, les transactions et la distribution de titres - dans le but de générer des revenus et retenir les clients qui désertent un financement bancaire traditionnel au profit des marchés de capitaux. L'attrait d'un gain de revenus substantiel tiré de la croissance des marchés émergents, des transactions et des flux d'investissements internationaux, s'ajoutant à la tendance haussière actuelle du marché, a contribué à encourager ce mouvement.

Le rôle changeant de l'intermédiation a été un facteur important. L'intermédiation dans le domaine du crédit, via les marchés financiers ou intermédiation basée sur le marché, devient plus importante aux dépens « d'une activité de prêt traditionnelle » ou de prêt commercial par les banques. Le recours aux banques d'investissement (l'utilisation d'une intermédiation basée sur le marché), est ainsi une source crois-

57

---

\* Institute of European Finance, University of Wales, Bangor, Gwynedd LL57 2DG, UK

Une partie non négligeable de cet article provient d'une étude menée par les auteurs pour le compte de la banque d'affaires BBL Securites. Nous souhaitons remercier la banque d'affaires BBL Securites pour nous avoir permis de reproduire certaines parties de ce travail. Toutes les erreurs restantes sont, bien évidemment, de notre propre responsabilité.

sante de financement, tandis que l'importance des prêts traditionnels pour le financement des grandes entreprises est en relatif déclin. Ceci est aussi valable pour les Etats, qui se tournent vers les marchés de titres par l'intermédiaire de privatisations, plutôt que vers l'émission d'obligations financées par les banques.

Le tableau 1 montre les sources du financement des marchés internationaux de capitaux entre 1987 et 1994 et met en lumière le phénomène précédemment évoqué en montrant une diminution sur cette période de la part de marché des prêts syndiqués en comparaison des financements basés sur le marché, en particulier les billets à court terme en euro et les offres de titres internationaux. Le tableau 1 montre une hausse substantielle des transactions internationales de titres depuis 1992. Les flux nets de titres internationaux, présentés dans le tableau 2, témoignent également d'une augmentation notable des flux vers les marchés émergents.

Les clients institutionnels s'internationalisent également. Ceci est en effet montré par l'accumulation d'une somme significative d'actifs étrangers par les investisseurs institutionnels. En particulier, la part des actifs étrangers dans les fonds de pension a augmenté progressivement depuis le début des années 1980 ; en 1994, celles-ci atteignaient un minimum de 4,5 % pour les fonds de pension allemands et un maximum de 20 % pour les fonds du Royaume-Uni. La tendance pour les compagnies d'assurance, cependant, est moins claire et dans certains pays (Canada, Etats-Unis) et on observe même une diminution de la proportion de la détention de titres étrangers. Les fonds communs de placement en Allemagne et au Royaume-Uni sont beaucoup plus internationalement diversifiés que ceux du Japon ou des Etats-Unis. Toutefois, ces derniers affichent clairement une tendance à l'accroissement de la diversification internationale. Aux Etats-Unis, où les fonds communs de placement figurent parmi les moins internationalement diversifiés, la part de détention d'actifs étrangers dans leurs actifs totaux représente environ le double de celle des autres investisseurs institutionnels.

Bien qu'il y ait eu une augmentation dans les détentions par les institutionnels de titres étrangers, les faibles parts détenues par les fonds de pension et les compagnies d'assurance sont un indicateur d'une diversification internationale relativement limitée. Aux Etats-Unis, les compagnies d'assurance sont sujettes à une règle d'appariement monétaire de 80 %, ce qui signifie que la dénomination monétaire des actifs doit correspondre à celle du passif. Cette règle a limité la diversification internationale bien que l'on s'attende, avec l'arrivée de l'Union monétaire européenne et de la monnaie unique, à une

**Tableau 1**  
**Sources du financement sur les marchés de capitaux internationaux**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Emissions brutes en milliards de dollars								
Prêts syndiqués	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	136,7	202,8
Euronotes	102,2	93,2	81,6	73,2	87,9	134,6	160,2	279,8
Europapier commercial	55,8	57,1	54,1	48,3	35,9	28,9	38,4	31,8
Euronotes à moyen terme	8,0	12,6	15,5	16,0	43,2	97,9	113,2	243,0
Obligations	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	426,9
Obligations classiques	121,3	160,2	154,6	158,9	242,7	265,4	369,1	288,8
Obligations à taux variable	13,0	22,3	17,8	37,1	18,3	43,6	69,8	96,3
Obligations convertibles	18,2	11,3	14,1	10,6	10,1	5,2	18,1	21,7
Obligations avec warrants attachés	24,8	29,7	66,2	21,2	31,6	15,7	20,6	9,9
Autres obligations	3,5	3,6	3,0	2,1	6,0	3,8	3,4	10,3
Emissions internationales d'actions	20,4	9,1	14,0	14,2	23,8	25,3	36,6	58,1
<i>Depository receipts</i> (ADRs/GDRs/Règle144A)	4,6	1,3	3,6	1,7	4,6	5,3	9,5	11,0
<b>Total</b>	<b>395,1</b>	<b>454,9</b>	<b>472,4</b>	<b>441,8</b>	<b>536,4</b>	<b>611,5</b>	<b>814,5</b>	<b>967,6</b>
Rappels								
Obligations mondiales	-	-	1,5	9,7	15,4	25,1	34,4	49,0
Transactions internationales sur titres <sup>1</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-
Flux bruts de titres	1 337,8	1 166,7	1 526,6	1 390,9	1 322,5	1 404,9	2 266,1	2 550,0
Transactions entre places boursières	508,6	342,6	582,9	873,9	779,1	968,7	1 547,5	2 000,0
Flux nets de titres	16,4	32,9	86,6	3,2	100,6	53,7	196,3	119,6
Fusions et acquisitions internationales	70,9	109,6	117,5	128,4	83,7	91,0	95,1	156,2
En pourcentage du total								
Prêts syndiqués	23,21	27,59	25,64	28,18	21,63	19,28	16,78	20,96
Euronotes	25,87	20,49	17,27	16,57	16,39	22,01	19,67	28,92
Europapier commercial	14,12	12,55	11,45	10,93	6,69	4,73	4,71	3,29
Euronotes à moyen terme	2,02	2,77	3,28	3,62	8,05	16,01	13,90	25,11
Obligations	45,76	49,92	54,13	52,04	57,55	54,57	59,05	44,12
Obligations classiques	30,70	35,22	32,73	35,97	45,25	43,40	45,32	29,85
Obligations à taux variable	3,29	4,90	3,77	8,40	3,41	7,13	8,57	9,95
Obligations convertibles	4,61	2,48	2,98	2,40	1,88	0,85	2,22	2,24
Obligations avec warrants attachés	6,28	6,53	14,01	4,80	5,89	2,57	2,53	1,02
Autres obligations	0,89	0,79	0,64	0,48	1,12	0,62	0,42	1,06
Emissions internationales d'actions	5,16	2,00	2,96	3,21	4,44	4,14	4,49	6,00
<i>Depository receipts</i> (ADRs/GDRs/Règle144A)	1,16	0,28	0,55	0,39	0,86	0,86	1,17	1,14
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Source : FMI (1995)

1. Les données pour 1994 sont des estimations

**Tableau n°2**  
**Flux nets de titres internationaux (en milliards de dollars)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Investisseurs provenant des pays suivants :									
Amérique du Nord	3,2	-2,2	4,0	21,0	12,0	48,3	46,7	89,1	55,0
Etats-Unis	2,6	-2,7	2,0	19,0	10,3	43,3	42,3	84,8	49,0
Canada	1,1	0,5	2,1	2,0	1,8	4,9	4,4	4,3	6,0
Japon	8,2	16,9	3,0	17,9	6,3	3,6	-3,0	15,3	13,5
Europe	21,4	9,5	14,4	38,3	4,6	40,0	8,0	61,0	46,3
Royaume-Uni	8,9	3,8	9,7	24,2	-0,9	25,6	-3,1	19,4	14,2
Reste du monde	8,8	-7,7	11,4	9,4	-19,7	8,7	2,0	30,9	4,8
Capitaux provenant des pays suivants :									
Amérique du Nord	19,8	20,3	-3,7	13,8	-15,9	9,6	-3,9	32,3	6,3
Etats-Unis	19,1	16,5	-1,4	11,4	-14,5	11,0	-4,1	24,3	1,8
Canada	0,7	16,5	-2,3	2,4	-1,3	-1,4	0,3	7,9	4,5
Japon	-15,8	-32,8	6,8	7,0	-13,3	46,8	8,9	10,4	45,5
Europe	33,6	29,7	23,0	47,7	15,9	24,2	25,5	68,5	29,1
Royaume-Uni	7,8	19,5	9,7	11,2	5,4	5,8	10,1	19,6	11,1
Marchés émergents	3,3	5,9	3,5	10,1	13,2	15,8	21,2	62,4	39,9
Hong Kong, Chine et Singapour	2,7	4,8	1,9	1,9	2,4	3,9	5,9	17,1	9,0
Autres pays de la zone Pacifique	0,7	1,3	0,6	1,4	1,5	0,9	5,0	23,0	7,0
Amérique latine	0,2	0,4	0,7	7,0	9,9	11,2	9,6	20,0	14,9
Autres <sup>2</sup>	-0,3	-0,6	0,3	-0,3	-0,6	-0,1	0,7	2,2	9,0
Reste du monde	1,0	3,4	3,2	8,1	3,3	4,2	2,0	12,3	1,8
Total	42,0	16,4	32,9	86,6	3,2	100,6	53,7	196,3	119,6

Source : FMI (1995)

(1) Les données pour 1994 sont des estimations

(2) Afrique, Moyen Orient et Europe de l'Est

restructuration substantielle des portefeuilles. Les fonds de pension aux Etats-Unis ne connaissent pas de telles restrictions, les ajustements de portefeuilles liés à l'Union monétaire européenne seront alors plus indirects. Le FMI (1995) affirme que le « portefeuille de marché mondial », c'est-à-dire un portefeuille mondial diversifié de façon optimale (avec une pondération par pays correspondant à la part de la capitalisation de marché de ce pays dans la capitalisation de marché totale), aurait, en 1993, dirigé 37 % de ses investissements aux Etats-Unis, 21% au Japon, 8 % au Royaume-Uni, 22 % dans les autres pays industrialisés et à peine 12 % vers les pays émergents. En clair, tous les types d'investisseurs institutionnels sont bien moins internationalement diversifiés que ce que ces propos suggèrent.

La croissance des relations internationales et l'évolution des besoins des clients qui y est liée ont eu un impact sur les stratégies des banques d'affaires. Certains des acteurs principaux, notamment les firmes les

plus importantes de Wall Street et des banques universelles européennes, ont publiquement déclaré que leur intention était de devenir des opérateurs mondiaux, engagés à capter une part croissante des flux internationaux précédemment évoqués, quelle que soit leur origine et leur destination. D'autres adoptent une vision nationale ou régionale, avec un premier centre d'intérêt constitué principalement par les flux ou transactions impliquant leur pays ou une contrepartie de même nationalité et un second correspondant aux mêmes activités dans des pays géographiquement proches. Puis, il y a bien sûr ceux qui se positionnent sur une niche. Le désir de prendre la voie de la mondialisation est motivé par les divers éléments évoqués ci-dessus et également par la nature relativement concentrée des marchés de titres domestiques. Les marchés de titres nationaux, en particulier aux États-Unis et au Japon, ont été jusqu'ici extrêmement résistants aux efforts des firmes étrangères en termes de produits de marché pour les émetteurs et investisseurs locaux.

La réussite sur ces marchés semble pouvoir s'expliquer en premier lieu par la capture des transactions et flux d'investissement internationaux. La nature hautement concentrée de ces marchés et le manque notable de pénétration étrangère (davantage marquée dans la chaîne de distribution des actions) se traduit par des parts de marché domestique relativement stables ainsi que par une croissance et des opportunités de profit perçues comme imputables principalement aux activités internationales.

La croissance des activités internationales entreprises par les banques d'affaires américaines peut de plus être illustrée par l'évolution des parts de marché de ces institutions dans des activités concernant actions et obligations internationales. Dans le cas de l'euro et des émissions d'obligations internationales, la part des banques universelles européennes a été relativement stable, alors que les plus grandes firmes d'investissement américaines (les *bulge-bracket firms*) ont connu un mouvement variable ; dominées par les institutions japonaises dans la deuxième moitié des années 1980, elles ont accru leur part de marché dans les années 1990. L'augmentation récente de la présence des banques d'affaire américaines sur les émissions d'actions internationales témoigne d'un déclin de la puissance des banques universelles européennes sur cette période.

L'intermédiation basée sur le marché remplace les formes traditionnelles d'intermédiation dans le domaine du crédit ; les portefeuilles des investisseurs institutionnels s'internationalisent ; et de nombreux opérateurs recherchent à construire des franchises à l'échelle mondiale pour conserver leurs clients et tirer des gains en captant des transactions et flux d'investissements internationaux. Les banques d'affaires

ont dû aussi faire face à une concurrence non traditionnelle accrue. Les firmes les plus performantes du secteur disposent d'équipes très compétentes, en particulier dans les fonctions de gestion de trésorerie, réalisant des opérations qui, auparavant étaient du seul domaine des banques d'affaires. Un bon exemple est celui du secteur des fusions et acquisitions (F&A), dans lequel diverses entreprises importantes commencent à entreprendre les transactions elles-mêmes. Dans le domaine de la gestion de fonds, les plus importants investisseurs institutionnels sont dans une position dans laquelle ils peuvent négocier même sur des marges faibles, et dans certains cas, peuvent circonvenir les banques d'affaires et aller directement auprès des entreprises et des projets ayant besoin de capital. Les gestionnaires des fonds les plus importants sont également dans une position forte pour développer leurs propres systèmes de transactions privées, négociant directement en se passant de l'intermédiaire des banques d'affaires.

Certains segments de l'activité des banques d'affaires connaissent également des phénomènes de concentration et de surcapacité. Puisque les activités de banque d'affaires nécessitent de façon croissante davantage de ressources en capital pour financer la compétence technique et humaine dans tous les domaines, les segments de marchés tendent à se concentrer. L'activité dans la gestion des investissements, les dérivés de change, les prêts syndiqués, le *global custody*, les activités nationales et internationales et autres domaines tendent à appartenir à une poignée d'acteurs principaux. Le tableau 3 montre les ratios de concentration sur cinq firmes (part de marché des cinq plus importantes firmes) dans certains secteurs d'activité pour 1995. A l'exception des crédits syndiqués (sauf aux États-Unis), du management partagé des titres, de la coordination mondiale et de l'*Eurobond bookrunning*, les ratios dépassent les 50 %. Etant donné les récents mouvements de consolidation, ces chiffres ont probablement augmenté sur les deux dernières années.

En plus de ce mouvement de concentration, cette industrie connaît également un phénomène de surcapacité dans de nombreux domaines. Les produits globaux tels que les euro-obligations, les *swaps* et les servi-cés d'audit sont offerts aujourd'hui par tous les intervenants du marché et non plus seulement les plus puissants. Comme les opérateurs du second tiers continuent leur pénétration de certains segments du marché, les marges se réduisent. Mc Kinsey (1995) affirme que les marges sur certains produits ont diminué de 30 % ces cinq dernières années. Mc Kinsey rapporte également que les tarifs des banques pour des émissions publiques initiales et sur le marché secondaire ont diminué d'un quart. Les indicateurs de surcapacité se

**Tableau 3**  
**Les ratios de concentration sur 5 firmes dans certains domaines**  
**d'activité (1995)**

	Ratios (%)
Crédits syndiqués	
En volume	51,3
En volume (sauf Etats-Unis)	28,3
Capitaux couverts et warrants sur indices	
En volume	85,6
Tous warrants	
En nombre	59,8
En volume	83,5
Tous convertibles	
En volume	55,6
Toutes émissions d'euro-actions	
En volume	56,1
<i>International Equity Warrant bonds</i>	
En volume	81,3
<i>Equity bookrunners</i>	
En volume	46,9
<i>Equity co-lead managers</i>	
En volume	23,7
<i>European bookrunners</i>	53,4
<i>Global Coordinations</i>	
En volume	24,8
<b>Eurobond bookrunners</b>	28,2

Source : IFR Securities Data

retrouvent également à Wall Street. Au début des années 1980, les gains liés aux activités de garanties d'émissions dépassaient de 1 % la valeur totale des titres garantis, mais au milieu des années 1990 ils sont descendus à 0,67 %.

Les revenus annuels en pourcentage de toutes les actions présentées sont tombés de 30 et 40 points de base au début des années 1980 à environ 20 points de base aujourd'hui. Les commissions sur les titres listés en pourcentage de la valeur des transactions sur ces instruments sont passées de 70 à 90 points de base au début des années 1980 à 40 points de base au milieu des années 1990

Les prix des transactions sur l'OTC (*over-the-counter*) ont connu également de fortes baisses.

Tandis que tout le monde s'accorde à reconnaître que les niveaux de commissions vont partout diminuer du fait de la concurrence accrue, il y a des domaines dans lesquels les commissions semblent intouchables. Le marché des nouvelles émissions d'entreprises aux

Etats-Unis est un bon exemple. Ce marché est dominé par trois ou quatre firmes. Il est ainsi admis qu'à moins de disposer du meilleur analyste sur le marché boursier ou à moins d'être dominante sur un secteur du marché secondaire, la banque d'affaires ne reportera jamais l'affaire. Pour les banques continentales européennes, le résultat est une structure favorable des commissions - qui s'étendent de 7 % pour les émissions publiques à 2 % ou moins pour les négociations importantes de blocs sur le marché secondaire. L'apparition d'une telle structure est due à la hiérarchie claire des firmes de titres aux Etats-Unis - une caractéristique que l'on retrouve moins en Europe et sur les autres marchés. C'est sur les marchés émergents que la concurrence semble être la plus intense. Sur ces marchés les firmes américaines affrontent la concurrence du Royaume-Uni, de l'Europe Continentale et des banques locales pour obtenir le marché des privatisations et autres nouvelles émissions ; les commissions y sont inférieures au niveau de référence en Europe qui est de 3 %.

Les commissions pour le conseil en finance d'entreprise sont restées relativement stables, malgré la concurrence accrue, dans le domaine des F&A au Royaume-Uni et en Europe. En général, ces commissions pour des volumes de 50 millions de livres sterling s'élèvent à 2 % au Royaume-Uni. Une transaction de 500 millions de livres sterling rapportera entre 1 % et 1,25 %, et les transactions au-delà d'un milliard 0,7 %. Si la transaction prend la forme d'une offre d'actions avec une possibilité de *cash*, une commission de garantie supplémentaire de 0,5 % s'appliquera. Quand des sous garants sont impliqués, la commission s'élève à 2 % des fonds levés. La situation n'est pas aussi rose aux Etats-Unis où les commissions moyennes sur les activités de conseil sont passées de 3 % de la valeur de la transaction en 1988 à 1,25 % aujourd'hui. L'importante diminution est due au déclin du financement par obligations risquées (*junk bonds*) des prises de contrôle dans les années 1990 où les commissions de garanties et l'accroissement des dettes pour financer les acquisitions entraînent pour une large part dans les coûts totaux en commissions. Ceci reflète le fait que dans de nombreux cas la majorité d'un coût d'achat est constitué par les commissions des sous-garants, ces dernières n'ayant pas été affectées par l'accroissement de la concurrence. Les niveaux de commissions sur les activités de conseil en F&A sont à la baisse car cette activité n'est pas considérée comme une activité sur biens et les conseillers affirment qu'ils se livrent à une concurrence sur la qualité plutôt que sur les prix. Il apparaît que les commissions sur F&A diminuent mais dans le climat de croissance actuel, dans lequel les coûts des banques d'affaires augmentent du fait de l'emploi de négociateurs vedettes, on s'attend à ce qu'elles restent soutenues. Si la



demande venait à se retourner, il y aurait cependant une diminution substantielle. Ainsi, tandis que les marges sont réduites dans certaines activités sur biens, dans d'autres les commissions sont encore soutenues et apparaissent relativement à l'abri d'une pression concurrentielle, bien que la situation puisse ne pas durer en cas de retournement du marché.

Les indicateurs de surcapacité sont peut-être plus transparents sur le marché américain sur lequel les firmes *bulge bracket* sont soumises à un contrôle attentif, et étant donné que leur centre d'intérêt se porte globalement sur des activités de banques d'affaires. La situation est moins contrastée pour les banques d'affaires européennes pour lesquelles, selon le modèle de la banque universelle, il est souvent difficile de séparer les différentes opérations des divers secteurs de la banque. Certains suggèrent que, dans de nombreuses banques européennes, la profitabilité réelle des activités de clientèle individuelle a été masquée par un système de comptabilité complexe. Comme le note McKinsey (1995) « *Only recently has the true scale of shareholder value destruction among many forms of lending, plain vanilla swaps and large corporate foreign exchange businesses come to light. Now that figures are increasingly available, it will be interesting to see whether the top management of universal banks will continue to subsidise their investment banking activities with profits from their retail banking franchise* ».

65

Les lois qui, traditionnellement, séparent les banques commerciales, les banques d'affaires et les maisons de titres aux États-Unis et au Japon, s'effacent rapidement. Ceci encourage les regroupements dans l'industrie des titres aux États-Unis ; les banques commerciales et les firmes *bulge bracket* se pressent pour mettre en place une offre de titres au détail et récupérer une partie des activités de gestion de fonds. Les firmes américaines estiment avoir besoin d'une base solide dans le domaine des activités de détail pour exploiter leurs activités sur fonds de pension et fonds communs de placement internationalement. Au Japon, les autorités ont entrepris une déréglementation des marchés de capitaux qu'elles espèrent voir achevée pour 2001. Au cours des prochaines années, nous assisterons très certainement à un large regroupement entre les plus grandes banques japonaises et les maisons de titres, surtout parce que (en général) les maisons de titres sont mieux capitalisées que les banques commerciales. Il est probable que les activités de banque universelle deviennent la norme au Japon et que, compte tenu de la puissance financière potentielle du couple maison de titres/banque, cela se reflète dans la tendance à la concentration sur les marchés américain et européen.

Les autres pressions conduisant à un phénomène de surcapacité

incluent l'instinct grégaire de nombreux opérateurs de taille moyenne qui leur fait adopter une stratégie mondiale, ceux-ci craignant s'ils n'adoptent pas une telle stratégie, de voir leurs clients les quitter au profit des firmes plus importantes. Puisque de plus en plus de banques commerciales développent des activités de banques d'affaires (une tendance plus marquée aux Etats-Unis), ce qu'illustre la transaction du 6 avril 1998 entre Citicorp et Travelers Group (qui inclut Salomon Brothers), il est probable que certaines activités, telles que l'« origination » à revenu fixe et les transactions sur produits dérivés, perdent de leur intérêt, comme l'a fait par exemple l'activité de prêt aux entreprises.

Ces éléments révèlent un environnement des banques d'affaires caractérisé par :

- le pouvoir coercitif des grands investisseurs institutionnels d'une part et des émetteurs d'autre part ;
- la titrisation croissante des flux de crédits ;
- la croissance rapide des flux d'investissement et transactions internationales ;
- la concentration accrue et la potentialité d'une surcapacité en cas de retournement du marché ;
- des pressions sur les marges en particulier sur les activités de biens ;
- la déréglementation et la suppression de la distinction banque commerciale, banque d'affaires et maison de titres ;
- la volonté (affichée par certaines des banques les plus puissantes) de développer une offre mondiale.

Ce n'est qu'à la condition de pouvoir fournir un volume satisfaisant de services de gestion des risques et d'expertise que les banques d'affaires pourront à l'avenir créer de la richesse et générer des niveaux de rendements économiquement souhaitables. D'où l'attraction exercée par l'option de la franchise mondiale et la volonté d'offrir les solutions appropriées en termes de banques d'affaires aux demandes en constante évolution des émetteurs et investisseurs. Pourtant seulement une poignée d'opérateurs aura les compétences et ressources en personnel ainsi que les moyens en capital d'adopter une stratégie mondiale.

### *Les leçons du Big Bang londonien*

Il apparaît probable que le positionnement stratégique actuel dans le domaine des activités de banques d'affaires mondiales et ses conséquences ressembleront aux événements qui ont succédé au *Big Bang* londonien. Avant la dérégulation de la bourse de Londres, les sociétés financières sur les marchés obligataires et d'actions étaient protégées

par des barrières à l'entrée. La plus remarquable était la compétence duale selon laquelle les activités de *broker* et de *jobber* étaient menées par des firmes distinctes ; les banques ne pouvaient offrir un service combiné. Les réformes du Big Bang, s'ajoutant à d'autres mouvements tels que le *trading* mondial, l'extension de la plage horaire de négociation et la croissance des maisons de titres multinationales, ont créé un environnement plus incertain et concurrentiel dans lequel la stratégie est au centre des débats.

Au moment du Big Bang, les banques ont adopté différentes stratégies. Les firmes d'investissement américaines telles que Goldman Sachs, Merrill Lynch, Shearson-Lehman et Salomon Brothers sont reparties de zéro, ont créé des filiales dans le domaine des activités de courtage, et ont projeté dans un premier temps de se positionner sur une large gamme d'actions américaines puis de se développer sur les actions européennes. Les compétences des firmes américaines dans la tenue de marché leur ont permis de développer une telle activité sur les émissions de *gilts* au Royaume-Uni. En clair, les firmes *bulge bracket* ont adopté une stratégie de croissance (bien que Merrill Lynch ait acheté le petit *jobber* de *gilts* Giles and Cresswell) qui repose sur l'acquisition d'équipes au Royaume-Uni dans le domaine des *gilts* et l'apport de compétence dans le domaine de la tenue de marché depuis New York. A l'opposé, les banques des grandes places financières furent principalement acquéreurs : Citicorp a racheté deux courtiers britanniques (Scrimgeour Kemp Gee et Vickers da Costa) et une petite banque d'escompte (Secombe, Marshall, Champion), Chase Manhattan a également racheté deux courtiers britanniques (Laurie Milbank et Simon and Coates). Les banques commerciales et de négoce du Royaume-Uni se sont également lancées dans un mouvement de prises de contrôle et d'acquisitions, aboutissant à une rapide extension du nombre de firmes sur les nouveaux marchés. Ce développement des activités et l'effet du *krach* boursier d'octobre 1987 sur les volumes de transactions a conduit à un phénomène de surcapacité par rapport à ce qui pourrait être profitablement supportable dans des conditions plus classiques. Le reste appartient à l'histoire.

Rétrospectivement, il est évident que les firmes ont connu des difficultés pour prévoir les besoins de leurs clients dans des conditions de marché totalement nouvelles, et surestimé le niveau qu'elles pouvaient supporter. Certaines firmes, plutôt les acquéreurs, ont eu des problèmes pour réaliser les synergies espérées avec leurs nouvelles acquisitions. Les firmes ont dû également relever le défi de la création et de la gestion de nouveaux systèmes de contrôle du risque ainsi que de l'exploitation des développements les plus

récents dans le domaine des technologies de l'information. Après l'apparition du phénomène de surcapacité, certaines firmes, en particulier des conglomérats nationaux ou internationaux, ont semblé décidées à continuer les opérations à pertes sur les titres, mais, en fin de compte, elles ont cherché à se concentrer sur leurs domaines de compétence réservés. Certaines se sont concentrées sur des domaines tels que les *swaps* et produits dérivés. D'autres ont boudé les activités de biens (telles que les billets de trésorerie, le change et les obligations d'Etat) où les rendements sont faibles, au profit d'activités davantage spécialisées les qui rapportent plus, telles, que la gestion de fonds et la finance d'entreprise. Les firmes qui ont conservé leurs activités de biens ont subi une pression pour réduire leurs coûts, puisque dans ces domaines, seul celui qui produit au moindre coût peut espérer l'emporter. La disparition du phénomène de surcapacité a été perçue comme le résultat d'une évolution naturelle provenant elle-même de rapides changements structurels. Cela a également contribué à forcer les banquiers à réfléchir sérieusement à leurs futures structures organisationnelles et à leurs ambitions dans les activités de banques d'affaires.

En quoi l'impact de la restructuration que nous connaissons aujourd'hui sera-t-il différent de ce qui s'est passé après le Big Bang ?

68

Selon nous, les différences seront très faibles, bien que l'impact soit beaucoup plus étendu. L'industrie mondiale est caractérisée par les mêmes forces :

- un environnement plus concurrentiel et incertain ;
- une plus grande difficulté de prévision des attentes de la clientèle dans ces nouvelles conditions de marché ;
- une expansion rapide des firmes sur les marchés nouveaux et existants ;
- un excès de capacité par rapport à ce qui peut être profitablement soutenable dans des conditions de marchés plus classiques.

### *LES ACTEURS PRINCIPAUX (ÉTATS-UNIS ET EUROPE)*

La taille des plus grandes firmes américaines est présentée dans le tableau 4. La puissance en termes de capital de Goldman Sachs, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Lehman Brothers et Morgan Stanley Dean Witter est évidente et ceci explique que l'on s'attende à ce que ces firmes dominent les activités de banques d'affaires mondiales dans les années à venir. Elles ont des ressources en capital, des réseaux de distribution et des compétences mondiales qui font qu'il est difficile pour les plus petites banques d'affaires européennes de rivaliser avec elles.

Tableau n° 4  
Le top ten

Firme	Capitaux 1996 en millions de \$	Employés 1996
1 Merrill Lynch & Co., Inc.	6 892	43 800
2 Morgan Stanley Group Inc.	6 538	9 600
3 Goldman Sachs Group <sup>2</sup> Lp	5 380*	9 100
4 Salomon Incorporated	4 857*	8 600
5 Lehman Brothers Holdings Inc.	3 874	8 512
6 Bear Stearns Companies Inc.	2 895	7 600
7 Smith Barney Holdings Inc.	2 758	28 000
8 CS First Boston Incorporated	1 933	6 000
9 Paine Webber group Inc.	1 730	16 000
10 Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc	1 647	4 600

Source : Bankscope (1997) - \*Chiffres au 31/12/1995

1. La fusion entre Morgan Stanley et Dean Witter, Discover annoncée en février 1997 a abouti à la création d'une banque au capital estimé à 10 milliards de dollars

Pour mettre la taille des plus importantes banques d'investissement américaines en perspective, on peut dire que seulement une poignée de banques d'investissement britanniques, Natwest Markets, BZW et SBC Warburg ont un capital proche de celui de Lehman Brothers (Natwest Markets et BZW ont connu une restructuration importante et la totalité de leur activité de banque d'affaires a été vendue par leur maison mère fin décembre 1997). D'autres firmes britanniques importantes, telles que Kleinwort Benson (acquise en 1995 par la banque Dresdner) semblent bien petites par rapport à leurs rivales américaines. Cette comparaison sur le seul critère du capital peut être trompeuse dans le sens où de nombreuses banques d'investissement européennes appartiennent à d'importants conglomérats bancaires universels qui peuvent consacrer une proportion croissante du capital des maisons-mères pour développer les activités de banque d'investissement mondiale. Les analystes ont noté que HSBC (Hong Kong Shanghai Banking Corporation), UBS/SBC après la fusion, la Deutsche Bank, le Groupe Crédit Suisse et ABN Amro ont tous des aspirations pour le « mondial ».

Ceci est montré dans le tableau 5 où les sociétés d'investissement mondiales, régionales ou autres sont présentées. On remarquera que les firmes *bulge bracket* sont présentées en quatrième colonne pour les distinguer des autres banques. Certains pourraient penser que les sociétés d'investissement américaines n'ont pas d'ambitions mondiales et sont sous-capitalisées par rapport aux autres banques de la liste. Les firmes *bulge bracket* ne sont listées séparément que

parce qu'elles ne sont pas considérées comme des banques universelles (bien qu'elles puissent le devenir si, ou quand, le Glass-Steagall Act de 1933 - est ou sera abrogé). Vers la fin 1996, la Réserve fédérale américaine a assoupli certaines règles en accroissant de 10 à 25 % la part autorisée des revenus tirés de la garantie auprès d'entreprises des filiales des banques. Ceci est un signal fort du fait que les autorités engagent le processus d'intégration des activités commerciales et d'investissement et cet assouplissement a poussé, entre autres éléments, l'acquisition par Bankers Trust de la banque d'investissement régionale basée à Baltimore Alex Brown pour 1,6 milliards de dollars en avril 1997. Cette opération permettra d'établir les revenus de garanties de la nouvelle banque à un niveau proche des 20 % - seulement 5 % de moins que le maximum imposé. La fusion entre Citicorp et Travellers Group avait aussi pour but de forcer la main des législateurs américains en réalisant une combinaison entre une importante banque commerciale et un groupe de services financiers qui a des activités dans les domaines de l'assurance, de la banque d'affaires (Salomons) et du courtage de détail (Smith Barney). Si davantage d'opérations se réalisent, ce qui semble probable, il sera difficile aux législateurs de ne pas abandonner une réglementation obsolète.

70

Étant donné l'effacement des distinctions entre les banques commerciales, les banques d'affaires et les maisons de titres, et suivant l'exemple de l'opération Morgan Stanley/Dean Witter, l'on s'attend à beaucoup plus de rapprochements entre de telles firmes. Parmi les plus importantes compagnies *holding* bancaires américaines, la Bank America, la Chase Manhattan, la First Union et la Core States semblent être intéressées par l'achat de maison de titres nationales. En pratique, les plus importantes firmes *bulge bracket* recherchent également des alliances et/ou acquisitions de gestionnaires de fonds possédant des compétences solides dans la distribution de détail, en particulier Goldman Sachs. (Par exemple, en janvier 1997 Salomons a annoncé une *joint-venture* avec Fidelity pour distribuer ses émissions de titres auprès d'investisseurs de détail). Un grand nombre de décisions stratégiques précédemment évoquées ont autant pour but d'améliorer les capacités de distribution des produits que d'améliorer la puissance capitalistique des banques d'affaires américaines, en particulier depuis que de nombreuses banques européennes poursuivent leur mise en place d'opérations de banques d'affaires.

Par exemple, toutes les activités de Deutsche Bank - vente à la clientèle, investissement, financement des entreprises... représentent 15,6 milliards de dollars, alors que les seules opérations de banque

**Tableau n° 5**  
**Les acteurs de l'industrie des banques d'affaires mondiales (1996)**

Mondial	Européen				US Global
	Capital actions <sup>4</sup>	Régional	Capital actions <sup>4</sup>	National	Européen
UBS <sup>2</sup>	16,3	HSBC	29,4		J.P. Morgan 10,4 Merrill Lynch 6,9
Deutsche (Morgan Grendell)	15,6			IMI 5,2	Goldman Sachs 6,3
Groupe Crédit Suisse (CSFB) <sup>2</sup>	11,6	ABN AMRO	14,4	Paribas 4,4	
				Crédit Commercial de France 3,3	Morgan Stanley 6,5
SBC (Warburg)	12,1	BNP	12,2	Indosuez (Suez) 2,9	
		NatWest	13,1	BHF Bank 2,0	Bankers Trust 4,9 Salomons 4,9
		Barclays (BZW)	12,4	Schroders 1,6	Lehman Bros 3,9
		Société Générale	11,6	Robert Fleming 1,1	
		Dresdner (Kleinwort Benson)	9,6	Hill Samuel <sup>1</sup> 0,9 Hambros 0,8 Rothschilds 0,4 Lazards 0,3	CS First Boston 1,9 (Crédit Suisse Group)
		Commerzbank	8,3		

1. Cédée par sa maison mère Lloyds/TSB fin 1996

2. Des chiffres récents révèlent que la puissance capitalistique de toutes les principales banques suisses a diminué en 1996 du fait d'importantes restructurations, par exemple : les chiffres en ce qui concerne le capital étaient fin 1996 de (en milliards de \$) : Crédit Suisse (12,2), SBC (10,2) et UBS(16,4). A l'opposé, le capital des banques mondiales américaines a augmenté : J.P. Morgan (11,4), Merrill Lynch (6,9), Morgan Stanley (6,5).

3. Morgan Stanley, Dean Witter, Discover auront un capital estimé à 10,6 milliards de dollars.

4. Milliards de dollars.

d'affaires de Merrill Lynch représentent 6,1 milliards de dollars. Des estimations récentes indiquent cependant que, depuis sa récente réorganisation, les opérations de banque d'affaires de Deutsche Bank représentent environ un tiers de ce montant, pour un ROE espéré de 25 % par an. Le Groupe Crédit Suisse a aussi récemment annoncé sa réorganisation et va éventuellement augmenter sa garantie sur fonds propres des opérations d'investissement à quelques 8 milliards de dollars, espérant un ROE de 15 %. Alors qu'il était communément accepté que la plupart des autres banques universelles européennes ne pouvaient pas affecter le même niveau de ressources à leurs

opérations de banque d'affaires, de récents mouvements ont dissipé cette idée. Par exemple, Dresdner Bank a annoncé en mars 1988 qu'elle allait étendre significativement ses opérations de banque d'affaires en Europe, en se focalisant particulièrement sur Londres et Francfort. Nous estimons que cela va accroître la garantie sur fonds propres de ses opérations de banque d'affaires à environ 30 % du capital total.

Le paragraphe précédent donne une indication générale de la taille des principaux protagonistes (à l'exception des banques japonaises) dans le domaine des opérations de banque d'affaires, mais une image plus claire peut être donnée, peut-être, si on considère les points forts des principaux intéressés. En utilisant les *IFR Securities Investment Banking Rankings* pour 1995, nous pouvons classer les domaines dans lesquels nous percevons les principaux points forts de chacun. Même si ces estimations changent tous les ans et sont seulement une indication générale des activités, elles nous donnent une photographie pertinente des compétences.

Le tableau n° 6 montre les points forts des firmes *bulge bracket*, des banques commerciales américaines, des banques universelles européennes et des banques d'investissement anglaises. Notons que les estimations de Deutsche Morgan Grenfell, Dresdner Kleinwort Benson et SBC Warburg sont incluses dans la section des banques d'investissement anglaises pour un exposé plus clair.

Seules cinq firmes - CS First Boston, Merrill Lynch, UBS, Deutsche Morgan Grenfell et SBC Warburg - apparaissent fortement cotées dans tous les domaines d'activité. Bien sûr la nouvelle United Bank of Switzerland - résultat de la fusion entre UBS et SBC - va disposer d'une forte capacité à mener des opérations de banque d'affaires dans tous les domaines d'activité. Comme d'autres banques européennes, cependant, cette banque a toujours une capacité de distribution limitée bien que croissante aux Etats-Unis. La principale différence, bien sûr, pour les firmes américaines *bulge bracket*, réside dans le domaine des crédits syndiqués, une activité traditionnellement dominée par les banques commerciales américaines, bien que cette situation ait commencé à changer avec Salomon Brothers et Goldman Sachs qui ont récemment mis en place des opérations de prêts syndiqués. Goldman Sachs et Lehman Brothers ne sont pas estimés sur les warrants et les convertibles. Une autre observation intéressante consiste dans l'omission de Salomon Brothers de la catégorie des transactions internationales avec l'Europe, étant donné leur faible activité de fusion et acquisition européenne au cours de 1995.



**Tableau n° 6**  
**Points forts d'activités selon les estimations des opérations**  
**de banque d'affaires en 1995**

	Crédits syndiqués	Warrants convertibles	Actions	Obligations	Transactions internationales	Fusion acquisition anglaises
<i>Bulge bracket</i>						
CS First Boston <sup>1</sup>	**	**	***	***	*	**
Goldman Sachs	*		***	**	***	***
Lehman Bros			***	**	***	**
Merrill Lynch	*	***	***	***	***	*
Morgan Stanley		***	***	***	***	***
Salomon Bros		***	**	**		
<i>Banques commerciales américaines</i>						
Bank of America	***					
Bankers Trust	**					
Chase Manhattan	***	***				
Chemical	***			*		
Citicorp	***			*		
J.P. Morgan	***	**		*		
Nations Bank <sup>2</sup>	***	**	**	***		
<i>Banques européennes universelles</i>						
ABN Amro	***		**	***		
Commerzbank	*	***	**	**		
Crédit Lyonnais	*	***	**	*		
Paribas			**		**	
UBS	***	*	**	***	***	**

Source : Compilations à partir des IFR Securities Rankings

Note : (1) détenu par l'étranger

(2) classé 7<sup>ème</sup> dans le classement global des crédits syndiqués en volume en 1995

(3) acquis par NatWest Markets en octobre 1996

\*\*\* Classé parmi les 10 premiers

\*\* Classé du 10 au 20<sup>ème</sup>

\* Classé au-delà du 20<sup>ème</sup>

De grandes différences dans les points forts des banques commerciales américaines peuvent être principalement expliquées par les restrictions imposées par le Glass-Steagall Act. Le principal moyen pour les ambitions de banque d'affaires des banques commerciales américaines est ce que l'on appelle les filiales « section 20 », qui sont des unités capitalisées séparément dans lesquelles une banque est autorisée par la Federal Reserve à mettre en œuvre des garanties et la distribution des titres d'Etat inéligibles. Ce sont les titres d'Etat pour lesquelles le Glass-Steagall Act n'autorise pas spécifiquement les banques à constituer des garanties et sont

incluses aussi les obligations municipales américaines, les obligations sécurisées par les prêts logements résidentiels, les titres de créances, et les actions. Les titres d'Etat éligibles, qui incluent les obligations du gouvernement américain et les obligations municipales, peuvent être garantis et distribués directement par les banques - et ceci a été leur principale activité depuis quelques années. La filiale « section 20 » date de 1986. Elle permet aux banques commerciales de développer leurs activités inéligibles aussi longtemps qu'elles peuvent démontrer qu'elles ont une compétence dans les activités éligibles. Ceci donne la possibilité aux banques commerciales de mélanger des obligations du gouvernement existantes et permet des activités avec de nouvelles obligations et actions, tant que ces dernières n'excèdent pas 10 % au maximum des revenus totaux. La Federal Reserve a augmenté ce chiffre à 25 % en décembre 1996. D'habitude, le développement des pouvoirs de la filiale « section 20 » prend une approche de construction de blocs, commençant avec des instruments de court terme, et garantie par des actifs et des obligations municipales. Le second niveau concerne la dette des entreprises. Le pouvoir d'émettre des titres est seulement accordé quand la Federal Reserve peut être assurée que la banque commerciale a une compétence *pertinente* et l'infrastructure en hommes et en capital. Les filiales « section 20 » sont utilisées par les banques étrangères quand elles acquièrent des maisons de titres avec des activités aux Etats-Unis. Le Federal Reserve Board, cependant, a confié qu'il ne serait pas très heureux si les banques commerciales étrangères utilisaient l'assouplissement récent des règles pour essayer d'acquérir de grandes maisons de titres régionales. La législation Glass-Steagall est toujours vue comme un obstacle majeur pour les banques européennes souhaitant étendre leur activité de banque d'affaires aux Etats-Unis.

74

En Europe, seuls le Crédit Suisse, UBS/SBC Warburg (United Bank of Switzerland), Deutsche Morgan Grenfell et Dresdner Kleinwort Benson présentent des points forts parmi une large gamme d'activités, bien que UBS, par exemple, soit classée derrière les deux autres banques suisses (CSFB et SBC Warburg) en termes d'actions. Dresdner Kleinwort Benson et UBS n'ont pas les mêmes capacités que SBC Warburg dans les échanges internationaux. Elles sont suivies par d'autres banques universelles européennes, dont ABN Amro et Commerzbank.

Les banques d'investissement et de négoce anglaises comprennent toute la gamme des opérations de banque d'affaires, allant des banques étrangères largement installées ayant des ambitions mondiales, à des cabinets d'audit, tels que Phoenix Partners, spécialisés dans des activités particulières.

BZW (Barclays de Zoete Wedd) et NatWest Markets ont développé rapidement leur activité de banque d'affaires dans les années récentes, avec un petit succès. Les problèmes récents chez NatWest Markets, mis en lumière par la démission de la «tête» de NatWest Markets à la mi-juin 1997, ont émergé après une période de croissance rapide. Les gains de la vente de la filiale américaine, NatWest Bancorp, quelques 3,5 milliards de dollars, ont été utilisés pour mettre en place les opérations d'acquisition de la firme américaine de financement des entreprises Gleacher & Co. et de la maison de courtage Greenwich Associates. Son activité de fusion et acquisition anglaise était aussi renforcée par l'achat de Hambro Morgan. Les mouvements pour mettre en place rapidement une capacité de banque d'affaires plus forte aux Etats-Unis et les difficultés associées à l'intégration des nouvelles opérations, ont eu pour résultat une performance pauvre au cours de 1996. Les opérations de banque d'affaires ont amené seulement un modeste ROE de 9 % en 1996, sur des fonds propres estimés à 6 milliards de dollars au moins. L'inquiétude de l'actionnariat, plus le scandale des pertes sur les options mal évaluées début 1997 ont amené de sérieux doutes quant à la crédibilité de la stratégie de banque d'affaires de NatWest. L'activité a été substantiellement restructurée et vendue en décembre 1997, illustrant la sortie de NatWest en tant qu'acteur global potentiel. Alors que l'objectif stratégique initial était de rivaliser avec Deutsche Morgan Grenfell et les banques suisses dans le développement d'une franchise globale de banque d'affaires, ceci fut clairement un échec.

Alors que BZW s'était plus focalisé sur l'embauche de négociateurs vedettes pour mettre en place ses opérations de banque d'affaires, elle s'en est sortie un peu mieux que NatWest Markets lorsque les coûts ont continué à s'accélérer plus vite que les revenus. Avant la frénésie d'acquisition de NatWest, BZW avait une capacité de banque d'affaires plus importante, avec des points forts particuliers dans les actions européennes et les dérivés, les opérations de change, les obligations domestiques et les fusions et acquisitions, alors qu'elle avait limité sa capacité aux Etats-Unis. Du point de vue des estimations, BZW apparaissait comme comparable à Dresdner Kleinwort Benson. La sous-performance dans l'activité de change et les obligations, couplée avec des coûts croissants, a réduit les profits en 1996 pour un ROE d'environ 9 %, de façon similaire à NatWest Markets. Comme son principal rival américain, Barclays a réduit ou vendu ses parts de BZW (à CSFB) et est maintenant concentré sur le développement de son management d'actifs et son activité bancaire privée.

Les expériences de NatWest Markets et BZW mettent en lumière les

problèmes associés au développement rapide de leurs activités de banque d'affaires. Les coûts se sont accélérés plus vite que les revenus, ce qui a déprimé les performances. Les difficultés associées à l'intégration de nouvelles activités, plus les demandes croissantes de valeur ajoutée de la part des actionnaires ont remis en question la logique commerciale et la rationalité de la construction d'une franchise globale de banque d'affaires. Avant leur éventuelle cession, même BZW et NatWest Markets étaient classées derrière Deutsche Morgan Grenfell et SBC Warburg.

Les banques commerciales anglaises traditionnelles, telles que J. Henry Schroder, Lazards et N.M. Rothschilds sont au départ des experts dans les fusions et acquisitions avec des profils d'activité qui peut-être s'accorderaient bien avec les carences dans les points forts de Salomon Brothers, les banques commerciales américaines, ABN Amro, Commerzbank, Société Générale ou HSBC. Robert Fleming et Hambro sont dans le second tiers des opérateurs traditionnels américains (Société Générale a acquis des parts de Hambros début 1998).

Il est important de noter que les points forts de quelques-unes des banques commerciales américaines et des banques universelles européennes révèlent un phénomène nouveau. Alors que les firmes *bulge bracket* américaines offrent une large gamme de services de banques d'affaires depuis au moins vingt ans, Bankers Trust et J.P. Morgan n'ont commencé leur assaut de l'industrie que depuis le début des années quatre-vingt, et les deux organisations ont mis dix ans à opérer leur transformation. Deutsche Bank a acquis Morgan Grenfell en 1989 et la dirige comme une opération séparée jusqu'à la moitié de l'année 1995 lorsque l'intégration totale a lieu. Les mariages entre ING Barings, Dresdner/Kleinwort Benson et SBC Warburg ont lieu durant la petite vague d'acquisitions en 1995, la dernière adoptant une intégration radicale qui prit place au cours des six à sept semaines de l'acquisition.

Le tableau n° 6 donne une image intéressante des points forts des activités des banques d'affaires européennes et américaines. Alors que l'on peut voir que seul un petit groupe d'institutions peut être considéré comme des acteurs globaux, le tableau met aussi en lumière les aspirants potentiels aussi bien que les opérateurs de niche (les opérateurs spécialisés) anglais. Nous pensons que l'érosion continue du Glass-Steagall Act amènera à des fusions entre les banques commerciales américaines et les firmes *bulge bracket*, alors que la focalisation sur les opérations de banques d'affaires des firmes *bulge bracket* traditionnelles sera dissipée à court terme lorsque les synergies intégrationnelles et les conflits managériaux seront résolus.

*QUELS DEVRAIENT ÊTRE LES OBJECTIFS DES BANQUES  
EUROPÉENNES AU NIVEAU DES OPÉRATIONS  
DE BANQUE D'AFFAIRES ?*

La décision de banques commerciales européennes diverses de mettre en place des capacités de banque d'affaires a été dirigée par la limitation des opportunités dans les aires d'activités traditionnelles. De plus, le désir des dirigeants de s'orienter vers ces changements est un élément important.

Les premiers cas américains de reconfiguration des banques commerciales, telles que Bankers Trust et J.P. Morgan, vers des activités de banque d'affaires sont de bons exemples. Avant leur transformation en banques d'investissement, les deux avaient une capacité relativement limitée sur le marché bancaire domestique de vente à la clientèle et étaient plus concentrées sur les activités bancaires commerciales et le financement des entreprises. Ainsi, leurs franchises domestiques étaient quelque peu limitées, comparativement à celles de Citicorp et Bank of America. Etant donné les activités de Bankers Trust et J.P. Morgan au début des années quatre-vingt, et les coûts associés aux acquisitions substantielles sur le marché domestique (un secteur qui était perçu comme très étroit à cause des restrictions et des contraintes du Glass-Steagall Act), les opportunités d'expansion domestique dans les domaines bancaires commerciaux traditionnels ont été au mieux limitées. Ces effets sont le résultat du désir de se recentrer sur les opérations bancaires, pas seulement de la vision stratégique des dirigeants.

Des effets similaires apparaissent aussi dans les récents mouvements stratégiques des banques allemandes, suisses et hollandaises vers l'investissement bancaire. Dans le cas des banques suisses et hollandaises, leurs marchés domestiques sont relativement petits et fortement concentrés. A la fin de 1996, par exemple, la part de marché des cinq premières banques aux Pays-Bas atteignait presque 90 % du secteur bancaire total, avec 40 % pour ABN Amro et 25 % pour Rabobank. La structure oligopolistique apparente du marché hollandais limite la consolidation future de la croissance substantielle dans les activités principales, et ceci force les banques à poursuivre l'expansion de leur activité dans des domaines moins traditionnels, tels que la bancassurance (les Hollandais étaient parmi les premières banques européennes à développer des opérations de bancassurance substantielles) et constitue un élan pour l'expansion sur divers marchés étrangers. Les limites à l'expansion domestique et les perspectives de croissance des revenus ont aussi forcé les banques à se focaliser de façon croissante sur les stratégies de réduction de coûts, à travers la réduction des réseaux et le développement de services bancaires directs.

Ces contraintes à l'expansion domestique apparaissent aussi sur le marché suisse, sur lequel les deux premières banques représentent 50 % des actifs du secteur bancaire total, où elles dominent la plupart des lignes d'activités, spécifiquement les activités bancaires de financement des firmes (à faible rendement). Comme les plus grandes banques hollandaises, elles se sont aussi diversifiées dans la bancassurance, se sont focalisées sur la réduction des réseaux et sont en train de développer des services bancaires directs divers dans le but de diversifier les sources de gains et réduire les coûts. Les contraintes de capacité sur le marché domestique sont une des motivations de la tentative (échouée) du Groupe Crédit Suisse de fusionner avec UBS en 1996, et de la fusion réussie en 1997 entre UBS et Swiss Bank Corporation pour former United Bank of Switzerland.

Le marché bancaire allemand est aussi sujet à des effets similaires, mais à un degré différent. De façon différente des cas hollandais et suisses, le système allemand n'est pas si concentré. Les statistiques de Deutsche Bank révèlent que les trois *Grossbanken* comptent pour un peu plus de 9 % des actifs totaux du secteur bancaire et 9,7 % des prêts aux établissements non bancaires fin 1996. En dépit du manque de concentration, cependant, le système comporte trop de banques (3 764 banques avec plus de 48 000 branches) et il est aussi fortement segmenté. La concurrence entre les banques d'épargne et les principales banques commerciales est intense, et les perspectives de croissance des revenus bancaires domestiques apparaissent limitées. Le secteur des banques d'épargne (incluant les *Landesbank*) est de nos jours le plus puissant au sein du système allemand et compte pour 38 % de prêts aux établissements non bancaires et 40 % des dépôts des établissements non bancaires sur le marché domestique. Quelques-unes des plus grandes banques d'épargne sont devenues de plus en plus impliquées dans le management des fonds, le financement des entreprises et l'activité d'émission de titres, accroissant la menace concurrentielle à l'égard des *Grossbanken* qui avaient jusqu'ici une position dominante dans ces domaines.

La concurrence est aussi devenue intense sur le secteur des petites et moyennes entreprises. Comme les plus grandes firmes ont un recours croissant aux marchés de capitaux pour financer leurs opérations, les *Grossbanken* ont focalisé leur attention sur le financement des firmes de taille moyenne (les *Mittelstand*). Alors que les firmes les plus importantes dans ce secteur ont traditionnellement eu des relations avec les trois plus grandes banques commerciales (the *Big Three*), les firmes restantes ont développé des

relations très fortes avec le secteur des banques d'épargne. Maude & Molyneux (1996) notent qu'à peu près les trois quarts des petites et moyennes entreprises maintiennent des relations commerciales avec les banques d'épargne. De plus, la diminution de l'importance du système *Hausbank* (où les firmes obtiennent toutes leurs financements d'une même banque) donne des opportunités aux plus grandes banques d'épargne pour capter les activités du marché des firmes moyennes.

Des pressions concurrentielles croissantes sur le marché domestique ont été le facteur principal d'encouragement de la *Grossbanken* pour construire leurs capacités de banque d'affaires et internationaliser quelques opérations. Une autre motivation consiste en l'attente qu'une proportion significative des firmes *Mittelstand* se restructure et que la première génération d'entrepreneurs transfère les firmes à leurs descendants. Ceci implique que les banques *Big Three* perdront une proportion substantielle de leurs activités traditionnelles au profit des marchés de capitaux, un moyen de reconquérir une partie de ces activités étant de développer une capacité crédible dans le domaine des fusions et acquisitions.

Les effets concurrentiels augmenteront pendant la période de construction de l'Europe monétaire et de restructuration de l'Europe des firmes. Etant donné la performance relativement faible des activités bancaires commerciales domestiques, les principales banques universelles européennes ne peuvent réaliser une valeur ajoutée qu'à travers la diversification et la restructuration de leurs activités établies. Mais quels sont les objectifs stratégiques de ces banques ?

Premièrement, le besoin de s'attaquer aux problèmes de surcapacité et de faibles rendements dans leur activité bancaire domestique de financement des firmes à travers la restructuration et la focalisation sur les clients profitables. Ce dernier aspect devrait être l'objectif premier. La capacité sur les opérations de banque d'affaires devrait venir en complément de cette restructuration et ne pas s'y substituer.

Deuxièmement, les banques universelles européennes doivent créer leur valeur ajoutée à travers des opérations de banque d'affaires croissantes, mais elles ne doivent pas augmenter les attentes des actionnaires en suggérant des rendements trop ambitieux. Deutsche Bank, par exemple, cible un ROE minimum de 25 % sur ses 6 milliards de dollars d'actions de garantie sur l'activité de banque d'affaires. Le groupe Morgan Grenfell a atteint un rendement de 20 % entre 1991 et 1994. Seul un marchand anglais, BZW, a atteint de forts rendements en moyenne sur la

période, et ceci était principalement dû à des profits anormaux sur le change en 1993. Alors que la performance récente de Deutsche Morgan Grenfell pour 1995 et 1996 paraît semblable aux rendements précédents, BZW est tombé à plat en 1996. Si on considère les rendements des firmes américaines *bulge bracket* depuis 1990, seule Goldman Sachs peut arguer d'un ROE moyen excédant 25 %, alors que les autres rendements moyens tournent entre 14 et 20 %, et ce dans un marché en pleine expansion. Il semble trop optimiste pour le secteur de cibler des rendements de 25 %, spécifiquement si le marché se retourne. Nous estimons aussi que le coût d'ajustement au risque du capital pour l'activité bancaire globale d'investissement est évalué entre 13 et 15 %. Ceci suggère que les banques ont besoin de rendements d'au moins 15 % si elles veulent être certaines de créer de la valeur ajoutée. Il est improbable que tous les participants puissent remplir cet objectif.

Les banques universelles européennes doivent aussi pouvoir soutenir le risque substantiel de telles opérations, par exemple, entre 1990 et 1996, au moins une firme américaine *bulge bracket* par an réalisait une perte. Comme la composition des gains des banques universelles européennes change, la garantie en capital des divisions réalisant des opérations de banque d'affaires doit être suffisante pour s'accommoder d'une perte potentielle. Les actionnaires et les agences de *rating* du crédit ont aussi besoin d'être préparés à la perspective d'une plus grande volatilité que dans le passé.

Troisièmement, une capacité correcte dans les activités sur les biens peut seulement être établie si les banques universelles européennes peuvent être reconnues comme des fournisseurs à coûts très bas. Ceci est une option sérieuse pour les banques universelles européennes. Dans le cas de la distribution, toutes les banques sauf le Groupe Crédit Suisse, ont limité leur capacité aux Etats-Unis. Alors que certaines ont des activités européennes relativement fortes, il n'est pas certain que les investisseurs européens seront capables d'absorber les nouvelles opportunités arrivant sur le marché comme un résultat de l'Union monétaire européenne. Pour une présence globale, les principales banques européennes ont besoin de construire une capacité de distribution aux Etats-Unis (ce facteur a déjà été reconnu par les banques américaines comme illustré par les échanges Morgan Stanley/Dean Witter, Discover et Bankers Trust/Alex Brown).

Quatrièmement, les valeurs des franchises ont besoin d'être maintenues (et/ou construites) et la performance de court terme est plus vraisemblablement améliorée quand l'attention est portée



sur les domaines où les niveaux de commission et les marges sont traditionnellement résistants à la pression à la baisse - tels que dans les services de conseil pour les fusions et acquisitions et dans les autres domaines ne portant pas sur les biens. Les plus grandes banques allemandes (et Deutsche Bank en particulier) sont dans la position la plus forte, étant donné les opportunités potentielles du marché des capitaux permises par la restructuration des firmes domestiques au cours des cinq dernières années. Il est improbable, cependant, qu'une banque universelle européenne (hormis le Groupe Crédit Suisse) soit capable de bénéficier des rendements d'oligopoles gagnés par les firmes américaines *bulge bracket* dans les activités publiques américaines. Alors que le Groupe Crédit Suisse apparaît être l'exception, les autres banques universelles européennes sont limitées à l'entrée dans ce domaine (c'est-à-dire par le biais d'une acquisition américaine majeure) du fait du Glass-Steagall Act et d'autres restrictions.

Cinquièmement, des opportunités substantielles ont été réalisées en augmentant les capacités sur les clients existants. L'incertitude de savoir si l'embauche de négociateurs vedettes apporte de nouveaux clients implique que, dans le court terme au moins, l'attention sera plus forte sur les clients existants. Ici, les banques allemandes sont encore les mieux placées pour la valeur ajoutée étant donné leurs relations de long terme avec une grande part des firmes domestiques.

Sixièmement, les banques universelles européennes doivent aussi être capables de résister à un déclin potentiel de l'industrie qui pourrait résulter d'une récession sur les marchés. Les firmes européennes et américaines ont étendu leurs opérations de banques d'affaires dans le but d'augmenter leurs rendements à court terme, et se sont lancées dans une course aux parts de marché. De telles stratégies, si elles ont été nationales, régionales, globales ou dans une aire de produit spécifique, ont inévitablement (et spécialement en cas de chute du marché) amené à une capacité excédentaire, des niveaux de marges plus faibles, des rendements déprimés et, comme le Big Bang de Londres l'a montré, à une éventuelle crise dans l'industrie. Étant donné les fondamentaux de l'industrie, le mouvement des banques européennes vers les opérations de banque d'affaires a plus tendance à détruire qu'à améliorer le capital à court terme. À notre avis, ces pressions forceront les acteurs européens qui ont des ambitions mondiales à recourir à des niveaux plus élevés (plus risqués) de transactions bancaires privées (comme les firmes *bulge bracket* américaines) pour essayer d'atteindre les rendements ciblés.

Notre vision des approches stratégiques suivies par les banques universelles européennes est exposée dans le tableau n° 7.

**Tableau n° 7**  
**Stratégies des firmes européennes et américaines dans les opérations de banque d'affaires**

Stratégie globale	SBC Warburg/UBS Groupe Crédit Suisse Deutsche Morgan Grenfell Goldman Sachs Morgan Stanley Merrill Lynch
« Tiers 1 » européen	Dresdner Kleinwort Benson ABN Amro Commerzbank HSBC ING Société Générale
« Tiers 2 » européen	Schroders Robert Fleming Lazards Rotschields Banco Santander Paribas Indosuez
Stratégie nationale	Crédit Commercial de France IMI BHF Bank
Stratégie de niche (spécialisation)	Phoenix partners Guinness Mahon Henry Ansbacher
Stratégie d'alliances	ABN Amro-Rothschild

Bien que les catégories listées dans le tableau n° 7 ne soient pas mutuellement exclusives (par exemple, ING Barings a l'ambition de créer une banque affaire européenne majeure, alors qu'elle poursuit simultanément des stratégies de niche dans les domaines des marchés émergents et les activités de renégociation de dettes douteuses), elles procurent une indication générale des stratégies poursuivies par une certaine gamme d'opérateurs. Parmi les banques européennes universelles, seule une poignée se détache dans la poursuite d'une stratégie globale, SBC Warburg/UBS, le Groupe Crédit Suisse

et Deutsche Morgan Grenfell étant les *leaders*. Alors que le Groupe Crédit Suisse a l'ambition d'être le premier des opérateurs globaux, avant sa restructuration, sa vision du marché était qu'il était tombé bien en-dessous des firmes *bulge bracket* telles que Goldman Sachs et Morgan Stanley, et il avait même suggéré qu'il était derrière SBC Warburg et Deutsche Morgan Grenfell. Depuis que le groupe Crédit Suisse a focalisé son attention sur une stratégie de banque d'affaires globale, cependant, nous pensons qu'il sera dans une position plus forte pour générer des revenus d'ampleur suffisante pour gagner les rendements adéquats sur ses 8 milliards de dollars de garantie en fonds propres. L'avantage principal du Groupe Crédit Suisse est qu'il a une capacité relativement forte de distribution de fonds propres aux Etats-Unis, comparativement aux autres banques uni-verselles européennes. UBS a traditionnellement été la plus prudente des *Big Three* suisses. UBS a une gamme étendue de domaines d'opérations de banque d'affaires et elle a décidé d'entreprendre une approche plus graduelle, reflétant les doutes sur sa capacité à développer rapidement une activité de banque d'affaires profitable, alors que dans le même temps elle a restreint ses opérations domestiques. Sa combinaison avec SBC Warburg catapulte la nouvelle banque dans la concurrence entre les banques d'affaires au niveau global.

83

A côté du Groupe Crédit Suisse, de SBS Warburg/UBS et de Deutsche Morgan Grenfell, d'autres banques universelles importantes ont des ambitions à dominante régionale, certaines d'entre elles les accompagnent d'opérations spécialisées sur les marchés émergents (principalement en Asie du Sud-Est et en Amérique Latine) et aux Etats-Unis (comme ABN Amro avec ses opérations de courtage). Suivent ensuite les « Tiers 2 » européennes (voir tableau n° 7), des banques d'investissement de taille moyenne, telles que Schrodgers et Lazard (Royaume-Uni), IMI et Mediobanca (Italie), Paribas et Indosuez (France), dont l'objectif principal est de renforcer leurs positions domestiques et de développer graduellement une présence plus offensive en Europe. Finalement, il existe des opérateurs nationaux, ils incluent les meilleures banques commerciales universelles de chaque pays d'Europe, toutes ont de fortes positions domestiques, mais une capacité européenne limitée. Alors que certains regardent ces firmes comme des opérateurs de niche (spécialisés), nous les classons dans le groupe des banques à stratégie nationale, à cause de leur très bonne position sur le marché domestique, mais n'ayant pas les ressources en capital pour poursuivre plus avant leur expansion à l'étranger.

*L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE  
ET L'INDUSTRIE BANCAIRE D'INVESTISSEMENT*

Il a beaucoup été écrit sur l'Union monétaire européenne, les effets majeurs influençant l'industrie de la banque d'affaires peuvent être résumés de la façon suivante :

- L'Union monétaire européenne amènera un marché de l'euro pleinement intégré pour les Etats participants, résultat des opérations de politique monétaire coordonnées du système européen des banques centrales. Ce marché monétaire va éclipser la taille des marchés monétaires domestiques existants et aura pour résultat la création d'un système de paiement et d'échange moderne et efficient. Bien que la façon dont les banques non basées dans l'Union monétaire européenne auront accès à ce marché ne soit pas très claire, l'établissement d'un tel marché favorisera les banques, mais aussi les centres financiers opérant avec les Etats-membres de cette Union.

- Dans le cas des opérations sur les obligations primaires, nous avons toujours besoin d'accords d'échange sur les obligations primaires nationales, car il n'y aura pas un marché uniforme des obligations sur une seule monnaie pour l'Union monétaire européenne - chaque Etat-membre continuera à émettre sa propre dette basée sur son propre état du crédit. Il existe, cependant, la possibilité que les restrictions nationales sur l'opérateur primaire soient mises en place pour les institutions financières au sein de l'Union monétaire européenne.

- On attend de l'Union monétaire européenne qu'elle ait un impact significatif sur l'activité des produits dérivés basés sur la monnaie domestique et les taux des titres d'Etat. A peu près soixante-dix de ces instruments sont listés dans les échanges européens à la fin de 1996. Il est peu probable que tous soient basés sur l'euro. Les participants au marché attendent que les vingt contrats de taux d'intérêt européens soient remplacés par trois ou quatre euro-contrats. Une réorganisation très large des contrats d'échange sur les dérivés est aussi attendue. Les pertes attendues sur l'activité de vente de l'Euro va promouvoir plus d'innovation, spécifiquement l'introduction d'une large gamme de produits sur fonds propres et de dérivés sur les biens. Les mouvements pour restaurer des liens d'échange plus forts avec d'autres échanges (des fusions possibles entre les échanges et les maisons de courtage) sont une possibilité très forte.

- Avec l'introduction de l'euro, l'avantage commercial principal laissé aux banques d'affaires domestiques dépend de leurs relations avec la clientèle et leur compréhension meilleure des conditions économiques domestiques, des règles fiscales, des règles comptables... Si les firmes domestiques sont considérées comme les meilleurs assesseurs du risque de crédit dans l'activité de financement des entreprises par obligations et actions sur leur propre marché, alors elles doivent acquérir une position

forte dans les garanties et les transactions secondaires. Si le secteur du financement des firmes se consolide à travers l'Europe, alors cela peut forcer les entreprises à utiliser de façon croissante les instruments proposés par les banques qui ont la meilleure expertise et la meilleure puissance de placement.

- L'Union monétaire européenne ne devrait pas avoir un impact majeur sur les marchés de dettes et d'obligations secondaires des firmes (sauf les titres d'Etat) à Londres à cause de la relative puissance de ces marchés aujourd'hui. Comme un grand nombre de titres exprimés en euro arrivent sur le marché, il y aura cependant, une préférence pour ce type d'activité qui gravite dans les centres financiers où il y a une forte capacité de distribution en euro.

- Un avantage majeur de l'Union monétaire européenne sera d'améliorer le risque sur les échanges extérieurs dans les principales monnaies participantes. La London Investment Banking Association estime que « *UK non-participation in EMU would affect whether or not trading occurred between Sterling and the new euro. A little over 3.7 % of volume would be lost (£/DM plus £/other EMS) by participation. However, the creation of a single currency would partly compensate for the loss of European currency pair business by a growth in business between the euro and non-European currencies, primarily the US dollar and the yen* ». Les maisons de change de l'Europe Continentale souffriront plus que Londres car elles sont significativement plus dépendantes de l'activité de change européenne qui va disparaître avec la monnaie unique.

- L'Union monétaire européenne va avoir un impact significatif sur le *statu quo* des marchés de dérivés et les places boursières européennes les moins liquides. Il est possible que les échanges demandent de fortes capacités dans les opérations sur les contrats exprimés en euro si les opportunités commerciales potentielles sont réalisées. De substantielles consolidations et rationalisations sont attendues entre les échanges européens les plus petits.

Etant donné que l'Union monétaire européenne est maintenant une certitude, les banques d'affaires ont besoin de se positionner pour prendre l'avantage dans la croissance des activités exprimées en euro, quelque soit le domaine : dette, marché monétaire, actions, dérivés ou opérations de change. L'Union monétaire européenne est susceptible d'encourager la croissance économique et/ou la consolidation des activités de financement des entreprises parmi les Etats-membres, et le secteur des banques d'affaires a besoin de se préparer à des fusions et acquisitions importantes et à une capacité accrue sur les instruments en euro. Le marché des produits dérivés va être radicalement transformé. Cela implique inévitablement le développement de nouveaux systèmes, de procédures opératoires, de contrats légaux... De plus, les risques associés

aux dates de conversion en euro des instruments qui ont des maturités dépassant l'introduction de la monnaie unique, doivent être pris en compte dans les contrats.

La discussion précédente indique les principaux impacts de l'Union monétaire européenne dans les domaines de l'activité de banque d'affaires. Le secteur devra dédier une partie plus importante des coûts au développement de nouvelles capacités dans un environnement de plus en plus incertain et un ROE de plus en plus sensible. La performance de l'industrie à court terme est susceptible d'être affectée de façon négative par ces développements, bien que les opportunités à long terme les contrebalancent.

### LES GAGNANTS ET LES PERDANTS

L'industrie globale de la banque d'affaires est actuellement caractérisée par un fort degré de concentration, une capacité excédentaire et des marges en chute. Le secteur est aussi incapable de couvrir ou réduire ses coûts opératoires, alors que les rémunérations du personnel continuent à augmenter, étant donné le récent élan pour la conquête des parts de marché et la construction des franchises globales. Les demandes des clients changent aussi rapidement avec une attention particulière pour les opérations internationales sur fonds propres, les services basés sur les transactions, les produits désintermédiés et sécurisés. Les plus grandes firmes (et les firmes de taille moyenne) accèdent de plus en plus aux marchés de capitaux directement, outrepassant la banque d'affaires traditionnellement pourvoyeuse de tels services.

Comme l'environnement des banques d'affaires se reconfigure, les firmes *bulge bracket* américaines, appuyées sur leurs points forts traditionnels, essaient de préserver le *statu quo*. Elles cherchent toutes à développer leur capacité de distribution à la clientèle et de management des fonds sur le marché domestique - une tendance qui va s'intensifier étant donné la concurrence de la part des banques commerciales, due à l'érosion du Glass-Steagall Act.

Le tableau n° 8 montre la chute des revenus pour les principales banques américaines et européennes. Alors que le rapport segmentaire diffère selon les banques et les pays, les chiffres donnent au moins une indication de l'importance des revenus de l'investissement bancaire pour les principales banques universelles européennes. Par exemple, le tableau montre que les principales banques allemandes restent très dépendantes du revenu net d'intérêt et les gains sur le change ne comptent pas pour plus de 14 % du revenu total. Quand une baisse de revenu apparaît pour les opérations de banque d'affaires, telles que celles de NatWest Markets et BZW, les gains sur le change montent jusqu'à 30 % du revenu des banques d'affaires.

**Tableau n° 8**  
**Chute des revenus**

	Revenu net d'intérêt	Commissions et marges	Revenus de l'échange			Investissement bancaire (fusion et acquisition et industrie)	Management d'actif	Autres
			Actions	Revenu fixe	Autres			
Merrill Lynch	7,7	28,9	8,7	7,4	10,3 <sup>1</sup>	14,8 <sup>2</sup>	17,2	5,0
Morgan Stanley	5,8	10,6	16,8	16,1	5,3	33,7 <sup>3</sup>	10,1	1,6
Salomons <sup>4</sup>	24,1	7,6	4,6	31,1	5,2	22,0	1,3	4,0
Lehman Bros	17,2	9,0		(43,4) <sup>5</sup>		29,0	na	1,2
J.P. Morgan	24,8	8,5	4,8	22,5	8,9 <sup>6</sup>	13,4	9,8	7,3
Bankers Trust	23,2	8,2		(20,3)		12,2	18,8	17,3 <sup>7</sup>
Crédit Suisse	27,1	33,3		(30,3)		(8)	5,0	4,3
UBS	33,2	22,9	7,2	6,7	5,6 <sup>9</sup>	4,3	16,2	3,9
SBC	27,4	14,6	8,5	9,2	10,6 <sup>10</sup>	7,2	22,1	0,4
SBC Warburg	na	na	34,6	33,8	16,8 <sup>12</sup>	11,8	na	3,0
Deutsche Bank	42,8	32,1		(13,1)		(14)	(14)	12,0
Dresdner Bank	59,1	35,2		(5,7)		(14)	(14)	na
Commerzbank	68,4	26,2		(5,1)		(14)	(14)	0,3
NatWest	50,9	33,4		(9,2)		(14)	(14)	6,6
NatWest Markets	23,4	34,8		(12,0)	21,3 <sup>17</sup>	(14)	(14)	8,4
Barclays	52,4	38,8	1,9	2,7	0,9	(14)	(14)	3,3
BZW	26,9	38,8		(31,1)		(14)	(14)	3,2

Notes : na : non disponible

1. *Swaps* de monnaie et d'intérêt
2. Plus de trois quarts sur le Underwriting
3. Pour Morgan Stanley le partage entre les fusions et acquisition et le Underwriting est de 40 % pour les fusions et acquisitions, 8 % pour la Debt Underwriting et 32 % pour Equity Underwriting.
4. La rupture pour Salomon diffère de celles de Merrill Lynch et Morgan Stanley, la proportion de revenu retirée des Equities et des revenus fixes sont nos propres estimations. De toutes façons, les revenus fixes et les ventes dominent les revenus de l'échange.
5. Pas de rupture valable en termes d'actions et de revenus fixes.
6. Dont 3,7 % en échange de marque et 4,6% en opérations de change
7. Incluant : les revenus des investissements Equities (5,1 %) et les primes d'assurance (5,5%)
8. La rupture n'est pas indiquée, elle est incluse précédemment dans les commissions. En termes de revenu opératoire net, CSFB contribue à seulement la moitié (50,3 %), suivi par Crédit Suisse Private Banking (24 %), Crédit Suisse (21 %) et CS Asset Management (5 %).
9. Dont presque 5 % sont attribués au revenu des opérations de change.
10. Dont 9 % viennent des opérations de change.
11. SBC Warburg contribue pour 4 783 millions de francs suisses aux revenus opératoires, parmi les 10 751 millions de francs suisses du groupe total (presque 45 %).
12. Echanges extérieurs seulement.
13. Deutsche Morgan Grenfell compte pour 26 % du revenu du groupe total et 15 % des profits opératoires du groupe pour 1996.
14. Incluant les commissions et les marges.
15. Les opérations bancaires d'investissement de Commerzbank comptent pour 7 % du revenu total, la plus grande part provenant des commissions.
16. NatWest Markets compte pour 24 % du revenu total du groupe.
17. Plus de la moitié dérive de l'échange extérieur.

L'importance du revenu du management des actifs pour les principales banques suisses (mais aussi pour Bankers Trust et Merrill Lynch) doit aussi être notée. Les principales banques suisses diffèrent substantiellement des firmes *bulge bracket* dans leur relativement plus petite dépendance vis-à-vis de l'activité de fusion et acquisition et de garantie. UBS et SBC obtiennent 4,3 % et 7,2 % de leur revenu à partir de cette source, respectivement, Morgan Stanley en retire 33,7 % en 1996.

Une autre indication de l'importance relative des opérations de banque d'affaires des banques universelles européennes peut être obtenue à partir des comptes segmentaires pour les différentes divisions opérationnelles. Ces chiffres sont souvent difficiles à relier précisément avec les chiffres du groupe car les revenus des commissions sont rarement détaillés par catégories. De toutes façons, ils confirment les résultats ci-dessus sur l'importance plus grande des revenus des opérations de banque d'affaires pour le Crédit Suisse et SBC comparativement aux autres banques universelles. Par exemple, Crédit Suisse First Boston contribue à un peu plus de 50 % du revenu opératoire net du Groupe Crédit Suisse pour 1996 (suivi par la division Private Banking qui contribue pour 24 % au revenu). SBC Warburg gagne 45 % des revenus opératoires totaux des groupes, pendant que les revenus des opérations de banque d'affaires de UBS totalisent 24 % des revenus totaux. Deutsche Morgan Grenfell (26 % du revenu total du groupe) dépend plus fortement des revenus gagnés sur leurs opérations de banques d'affaires, comparativement à Commerzbank (7 %). Alors que la contribution aux profits des activités de banque d'affaires des banques suisses est la même que leur part de revenu, dans le cas de Deutsche Morgan Grenfell, leur contribution aux profits du groupe était typiquement autour de la moitié de leur part de revenu. Par exemple, Deutsche Morgan gagnait 26 % du revenu total du groupe mais contribuait seulement pour 15 % au résultat total opératoire. Commerzbank, au contraire, gagnait seulement 7 % du revenu du Groupe, ses activités de banque d'affaires contribuant ainsi pour 28 % aux profits opératoires totaux.

En général, les résultats précédents montrent que SBC et Crédit Suisse ont des opérations de banques d'affaires qui sont substantiellement plus importantes pour les gains totaux du Groupe, comparativement aux autres banques universelles européennes. Ces deux banques sont cependant toujours relativement faibles dans les activités de fusion et acquisition et de garantie, comparativement aux principales firmes *bulge bracket*. Dans le cas des banques universelles européennes, la Deutsche Bank gagne environ un quart de son revenu sur les activités de banque d'affaires, ceci est une contribution aux profits du Groupe plus faible que celles des autres banques suisses sur les mêmes activités.



Pour conclure, les grandes banques suisses conduisent maintenant plusieurs domaines d'activités, dans lesquels les activités de banque d'affaires sont une part de plus en plus significative, à l'instar des autres banques universelles européennes, Deutsche Bank en tête. Ces banques, ainsi que Goldman Sachs, Merrill Lynch et Morgan Stanley Dean Witter Discover, sont les seules institutions ayant le capital et la diversification des activités nécessaires pour poursuivre une stratégie globale à l'étranger, bien que la part des revenus retirée des activités de garantie et de fusion et acquisition des banques européennes soit faible.

### *BIBLIOGRAPHIE*

FMI (1995) « World Economic Outlook », FMI, Washington DC.

Mc KINSEY QUATERLY (1995) « What future for Europe's Investment banks ? » par David Hunt, n° 1, pp.104-117.

MOLYNEUX P. (1996) « Industrial Structure and Competitive Advantage in Global Investment Banking », Chapter 2 in *Investment Banking. Theory and Practice*, edited by EPM Gardener and P. Molyneux, pp.15-26 London : Euromoney books.

MAUDE, D. and P. MOLYNEUX (1996) *Private Banking : Maximising Performance in a Competitive Market* London Euromoney Books.