

## Sollte man sich vor M&A bei Europas Banken fürchten?

Erstellt am 30. Januar 2025

Von Jérémie Boudinet, Head of Financials & Subordinated debt, Crédit Mutuel Asset Management

- **Die Ära der „rettenden“ M&A ist längst vorbei.**
- **Tritt die M&A-Konsolidierung in ihre letzte Phase ein?**
- **Die Rückkehr der von Hybris getriebenen M&A?**

Fusionen und Übernahmen (M&A) zwischen europäischen Banken haben in den letzten Monaten stark zugenommen – fast wöchentlich tauchen neue Gerüchte oder Übernahmeveruche auf. Diese Beschleunigung deutet auf einen Motivwechsel hin: Wechseln wir von Konsolidierung und Rettungsmaßnahmen zu einer von Hybris und Extravaganz getriebenen Welle?

### Die „rettende“ Ära der M&A ist längst Geschichte

Die große Finanzkrise von 2007-2009 brachte einen Umbruch in der globalen Bankenbranche. Während die größten Institute in den USA und Großbritannien zu eiligen Fusionen gezwungen wurden, erlebten die Banken in Kontinentaleuropa eine Welle von Verstaatlichungen und massiven Rettungsaktionen. Die Folgen der Euro-Krise deckten regulatorische und bilanzielle Schwächen der europäischen Institute auf. Fast alle Banken in den sogenannten „Peripherieländern“ verloren den Zugang zum Interbankenmarkt und waren auf die Liquidität der EZB und ihrer nationalen Zentralbanken angewiesen, um zu überleben.

**Die Einführung der Solvabilitäts- und Liquiditätsstandards von Basel III sowie die Schaffung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) der EZB beschleunigten die Fusionen in einigen der am stärksten fragmentierten Bankensektoren.** In Spanien und Italien etwa führte es bei den meisten Sparkassen zu erheblichen Umstrukturierungen. **Banken mussten fusionieren, um zu überleben.** Einige Institute konnten der Liquidierung nicht entkommen (Banco Popular, venezianische Banken in Italien usw.). Andere mussten den Aktionären jahrelang Dividenden vorenthalten, um Kapitalpuffer zu bilden, die den wachsenden Anforderungen der Regulierungsbehörden entsprachen. **Viele Bankkonzerne haben sich auch aus Märkten zurückgezogen, die sie nicht zum Kerngeschäft zählten,** und sich wieder auf ihre Heimatmärkte konzentriert und ihren Verschuldungsgrad reduziert. Diese Form von Fusionen und Übernahmen hat unserer Ansicht nach seit 2019 nicht stattgefunden

– Ausnahme die Schweizer Bank Credit Suisse, die Anfang 2023 von der UBS aufgrund ihrer erheblichen Governance- und Liquiditätsmängel übernommen wurde.

## **M&A-Konsolidierung: Eine ausklingende Phase?**

**Die Profitabilität der Banken wurde durch ein Niedrigzinsumfeld bis 2022**, hohe Kostenstrukturen (vor allem im Privatkundengeschäft mit der zunehmenden Straffung der Filialnetze und der Konkurrenz durch Online-Banken), hohe Rückstellungen für Kredit- und Prozessrisiken sowie beträchtliche Rücklagenanforderungen zur Gewährleistung angemessener Eigenkapitalquoten **stark beeinträchtigt. Der Wettlauf um Größe wurde somit zu einem entscheidenden Faktor, um Größenvorteile und Kosteneinsparungen zu gewährleisten.** Einmal mehr standen der spanische und der italienische Bankensektor an der Spitze dieses Wandels – insbesondere mit der Fusion zwischen CaixaBank und Bankia (2020-2021) und dem feindlichen Übernahmeangebot von Intesa Sanpaolo für UBI Banca (ebenfalls 2020-2021). Die Herausforderung bestand darin, in ihren lokalen Märkten eine Vormachtstellung zu erreichen und gleichzeitig von einem fusionsfreundlicheren regulatorischen und bilanziellen Umfeld (Schaffung von Badwill und Verwendung von latenten Steuergutschriften) und weniger komplexen Bilanzen zu profitieren. **Die „Too Big To Fail“-Philosophie, einst ein Leitsatz der Regulatoren, wurde mit der Zustimmung der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden über Bord geworfen.** Neben der Konsolidierung der führenden und zweitrangigen Akteure passten viele Banken ihre Bilanzen entsprechend ihren Wettbewerbsvorteilen an, indem sie bestimmte Aktivitäten (Verbraucherkredite, Kreditkarten, Autoleasing usw.) verstärkten oder zurückfuhren.

**Der Wettlauf um Größe hat jedoch Grenzen, wie etwa feindliche Übernahmen für systemrelevante Institute.** Die Deutsche Bank konnte die deutschen Behörden nicht von ihren Plänen zur Übernahme der Commerzbank 2019 überzeugen, da die Transaktion mit erheblichen Entlassungen hätte verbunden sein können und die Synergieziele aufgrund der sehr geringen intrinsischen Profitabilität des deutschen Privatkundengeschäfts fraglich waren. Zwar ist das feindliche Übernahmeangebot der BBVA für die Banco Sabadell aus systemischer Sicht weniger problematisch, doch erfordern die Komplexität und der Umfang des im Mai 2024 eingeleiteten Angebots zahlreiche Genehmigungen und Lobbying-Kämpfe. Dies könnte die BBVA letztlich abschrecken, sollten die Behörden die Veräußerung von Assets zur Validierung des Deals vorschreiben wollen. **Daher schien es einfacher, Konsolidierungen für Banken der zweiten Reihe in Betracht zu ziehen**, wie z. B. die britische Nationwide und Coventry Building Society, die ihre Übernahmen von Virgin Money und Co Op Bank in der ersten Jahreshälfte 2024 ankündigten (siehe Grafik im Anhang für weitere Einzelheiten), und in jüngster Zeit die dänische Bank Nykredit mit der Spar Nord Bank.

Die Schlussfolgerung schien klar: **Eine Konsolidierung auf nationaler Ebene ist einfacher als auf internationaler Ebene, vor allem aus finanziellen Gründen** (die Notwendigkeit, in jedem Land erhebliche und gesonderte Solvabilitäts- und Liquiditätskoeffizienten aufrechtzuerhalten, die regulatorische Komplexität hinsichtlich des Umfangs von Bankenabwicklungen, die Unvollständigkeit der Europäischen Bankenunion beim Einlagensicherungsfonds und die weniger offensichtlichen Synergien).

### **Rückkehr der M&A durch Hybris?**

**Die italienische Bank UniCredit, deren Privatkundenbank in Deutschland und Österreich tätig ist, betrat die große M&A-Bühne mit einem Paukenschlag:** Sie erwarb im September 2024 einen Aktienanteil an der Commerzbank und erregte damit den Zorn deutscher Politiker und des Managements der Bank. Einige Äußerungen konnten sogar als Verachtung oder schlimmer noch als Verachtung für die Absichten einer italienischen Bank gegenüber einer deutschen Bank interpretiert werden<sup>1</sup>. **Der Widerstand wurde schnell eher politisch als finanziell** und hob nationalistische Spannungen als zusätzliches Hindernis für transnationale Fusionen hervor. Obwohl es leicht ist, die deutsche Position zu kritisieren, sollte man sich fragen: Wie würden die politischen und wirtschaftlichen Reaktionen ausfallen, wollte eine große ausländische Bank eine französische Bank wie die Société Générale übernehmen? „Im Ausland aufkaufen? Ja. Von Ausländern übernommen werden? Nein, danke.“

Andrea Orcel, Vorstandsvorsitzender der UniCredit, hatte das Gefühl, dass sich sein M & A-Projekt in Deutschland durch die bevorstehenden Wahlen bestenfalls verzögern würde. Deshalb nahm er im November 2024 die italienische Bank Banco BPM ins Visier, nur zwölf Tage nachdem diese ein Übernahmeangebot für den Asset Manager Anima angekündigt hatte. Ein Bankübernahmeprojekt zu leiten ist an sich schon ein großes Ziel, aber zwei gleichzeitig zu verfolgen, scheint fast unrealistisch – wenn nicht sogar ein Zeichen von übertriebener Hybris des Leiters, **der den Aktionären unbedingt eine neue Story bieten will, während der erwartete Rückgang der europäischen Zinssätze die Nettozinssmargen der Banken zu beeinträchtigen droht.**

**Seit November 2024 hat der M&A-Wettlauf in Italien in alle Richtungen Fahrt aufgenommen:** Der Crédit Agricole hat seine Beteiligung an der Banco BPM erhöht,

---

<sup>1</sup> „Ich kann mir vorstellen, dass bei einer Neuordnung des Bankenmarktes die Bereitschaft, neue Wege zu gehen, bei den Franzosen größer ist als beispielsweise bei den Italienern“; „Mit den Franzosen verstehen wir uns industriepolitisch und in der Art, wie man eine Bank führt, besser als mit den Mailändern“; „Wir brauchen keine Italiener, die kommen und deutsche Traditionsbanken auflösen.“ – Stefan Wittmann, Mitglied des Aufsichtsrates der Commerzbank und Vertreter von Verdi.

um seine bestehenden Beteiligungen und Vertriebsvereinbarungen zu schützen. Gleichzeitig haben die Banco BPM und Anima (für die die Banco BPM ein Übernahmeangebot unterbreitet hat) gemeinsam ihre Beteiligung an der Banca Monte dei Paschi di Siena erhöht, nachdem der italienische Staat seine Mitwirkung schrittweise reduziert. Im Januar 2025 kündigte die auf die Verwaltung notleidender Kredite spezialisierte italienische Bank Banca IFIS ein Übernahmeangebot für ihren italienischen Konkurrenten Illimity Bank an. Und die Banca Monte dei Paschi di Siena (BMPS) gab Ende des Monats bekannt, dass sie ein Übernahmeangebot für Mediobanca abzugeben beabsichtigt. Letzteres ist vielleicht am überraschendsten: BMPS war schon immer ein Ziel auf dem italienischen Markt, aber die koordinierte Aktion des italienischen Staates und der Großaktionäre der Bank (die auch Großaktionäre der Mediobanca sind) dürfte die Pläne geändert haben. Neben dem vorgeschlagenen Kaufpreis, der jetzt unter dem aktuellen Kurs der Mediobanca liegt, werden von BMPS Kosteneinsparungen durch sehr optimistische Synergien genannt – angesichts der sehr schwachen Ergänzung der beiden Banken. Dies erklärt weitgehend die negative Reaktion des Aktienmarktes nach der Ankündigung. Auch in diesem Fall **könnten politische Interessen über die finanzielle Vernunft gesiegt haben**. Der Vorstand der Mediobanca lehnte das Angebot umgehend ab, da er es als wertvernichtend einstufte und zwischen den Zeilen auf die gegensätzlichen Interessen der Aktionäre hinwies.

**Während feindliche Fusionen und Übernahmen vor einigen Jahren im Bankensektor noch tabu waren, sind sie heute die Norm** – Banken erwähnen dieses Wort immer häufiger. Absorbieren, um nicht absorbiert zu werden. Wir glauben, dass die Fusionen und Übernahmen im europäischen Bankensektor in den letzten zehn Jahren sehr gut verlaufen sind, unterstützt durch Integration und vernünftige Übernahmepreise, die durch niedrige Eigenkapital-Multiples für die meisten europäischen Banken begünstigt wurden. **Angesichts der Eile, die das Management der europäischen Institute an den Tag legt, lohnt sich jedoch die Überlegung, ob diese Disziplin bei möglichen künftigen Transaktionen beibehalten werden sollte**. Es geht nicht um die Frage, ob Banken andere Banken integrieren können, sondern darum, die Übernahmepreise und die gebotenen Synergien genau zu prüfen.

**Die Umstände sind ganz anders als in der Zeit vor der Finanzkrise. Der europäische Bankensektor erlebte jedoch bereits bis 2007 eine Phase ungebremster M&A-Aktivitäten: Es wurde in Bereiche expandiert, in denen eine höhere Profitabilität erwartet wurde, und es wurden problemlos hohe Übernahmepreise gezahlt**. Denn die Eigenkapitalrendite der europäischen Banken war damals zweistellig und die Eigenkapitalanforderungen waren minimal (Goodwill-Prämien wurden sogar als regulatorisches Eigenkapital angerechnet, was hohe

Übernahme-Multiples begünstigte). **Der typischste Fall für die damalige M&A-Euphorie war die Banca Antonveneta**, die 2005 von ABN Amro übernommen wurde (die erste ausländische Bank im Besitz einer italienischen Bank), bevor ABN Amro selbst im Oktober 2007 von der Royal Bank of Scotland, Banco Santander und Fortis aufgekauft wurde und Santander den geerbten Teil der Banco Antoveneta nur einen Monat später, im November 2007, für rund 9 Mrd. Euro an BMPS verkaufte, das später einen sehr hohen Preis dafür zahlen sollte.

Jüngste Gerüchte deuten darauf hin, dass die französische Bank BPCE an der portugiesischen Bank Novo Banco interessiert sein könnte, deren Mehrheitsaktionär einen Börsengang oder Verkauf plant. BPCE ist derzeit auf der iberischen Halbinsel im Privatkundengeschäft nicht wirklich präsent – abgesehen von Aktivitäten, die hauptsächlich mit Natixis verbunden sind. Crédit Agricole verhält sich mit den Kapitalerhöhungen bei der Banco BPM derzeit eher defensiv, könnte aber je nach Ausgang des Übernahmeangebots der UniCredit eine stärkere Beteiligung oder sogar die Rolle des weißen Ritters übernehmen. Es mag verlockend sein, Parallelen zu den unglücklichen Abenteuern französischer Banken im Ausland nach der Eurokrise zu ziehen, wie z. B. Emporiki in Griechenland für Crédit Agricole. Wir glauben jedoch, dass die französischen Banken angesichts der aktuellen Turbulenzen in der europäischen Bankenlandschaft eher zurückhaltend agieren.

**Obwohl M&A bei Banken im Trend liegen, können auch Asset Manager daran beteiligt sein.** Denn eine Bank, die einen Asset Manager erwirbt, kann dies über ihre Versicherungstochter tun, was ihr eine vorteilhafte regulatorische Berücksichtigung ermöglicht (dies ist als „Dänischer Kompromiss“ bekannt). Aus diesem Grund ist BNP Paribas dabei, über ihre Versicherungstochter Cardif mit AXA IM zu fusionieren. Das Gleiche gilt für die Banco BPM und ihr Übernahmeangebot für Anima. Betrachtet man auch die Gründung des Joint Ventures zwischen Generali und Natixis für ihre AM-Aktivitäten oder die Tatsache, dass die Allianz bereit ist, Allianz Global Investors ganz oder teilweise zu verkaufen, besteht kein Zweifel daran, dass die Asset-Management-Aktivitäten im Mittelpunkt künftiger M&A-Bewegungen der europäischen Banken stehen werden.

## Fazit

In einer Zeit, in der die Finalisierung der Basel-III-Regeln ins Stocken geraten ist, abhängig von Donald Trumps Position zu deren Zukunft, und in der sich europäische Staaten weiterhin aus Banken zurückziehen, die sie nach der Finanzkrise retten mussten, wie AIB in Irland, Commerzbank, mehrere griechische Banken, BMPS usw., werden **zweifelloos andere Manöver vorbereitet**. Angesichts der beschleunigten Entwicklungen der letzten Zeit und der anhaltenden Aktionärskämpfe ist mit höheren

Übernahmepreisen zu rechnen. **Der Vorteil des Bankensektors besteht darin, dass er nach wie vor stark reguliert ist und die Regulierungsbehörden niemals eine Übernahme zulassen werden, die die überschüssigen Kapitalpuffer der übernehmenden Bank erheblich schwächen würde** (sei es in Bezug auf die harte Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1) oder andere Messgrößen wie die Basel-III-Verschuldungsquote und die MREL-Quoten, die von den Banken verlangen, dass sie im Falle einer Abwicklung verlustabsorbierende Haftungspuffer vorhalten). Dieser Schutzwall ist von größter Bedeutung und wird mit zusätzlichen **Solvabilitäts- und Verschuldungsquotenanforderungen für größere Institute** (globale oder lokale systemrelevante Institute in der regulatorischen Terminologie) kombiniert, die ebenfalls bestimmte Megafusionen verhindern können.

**Die deutliche Verschärfung der europäischen Regulierungs- und Aufsichtsstandards der letzten fünfzehn Jahre hat es den Banken ermöglicht, Fusionen und Übernahmen zum Überleben zu nutzen. Jetzt sollen sie ein höheres Profitabilitätsniveau aufrechterhalten können, um den erwarteten allmählichen Rückgang der Nettozinsmargen auszugleichen – in einer Zeit, in der der Profitabilitätsabstand zu den US-Banken deutlich bleibt.** Die beträchtlichen Kapitalüberschüsse der Banken bieten mehr Flexibilität bei ihren Übernahmeabsichten und könnten daher zu höheren Übernahme-Multiples führen. Während die Pro-forma-Kreditwürdigkeit der fusionierten Unternehmen generell leicht einzuschätzen ist, **hängen die längerfristigen Auswirkungen auf die Profitabilität zum Teil von den erzielten Synergien ab. Diese könnten sich verringern, sollten die Transaktionen zu allzu optimistischen Bedingungen genehmigt werden.** Auch wenn dieses Profitabilitätsproblem in erster Linie die Aktionäre und weniger die Anleiheninhaber betrifft, sind wir uns darüber im Klaren, dass der Ruf eines Emittenten auch die Höhe seiner Anleihespreads beeinflusst – insbesondere im Falle von Finanzentscheidungen, die als unvorsichtig angesehen werden. Bislang haben uns die jüngsten Ankündigungen von Übernahmeangeboten im Bankensektor nicht übermäßig beunruhigt, aber manche lassen uns aufhorchen.

Als Bondmanager wirken sich Fusionen und Übernahmen generell positiv auf das Finanzrating eines Unternehmens aus (die am niedrigsten bewerteten Unternehmen nähern sich eher dem am höchsten bewerteten Unternehmen an, bei dem es sich häufig um das übernehmende Unternehmen handelt, als umgekehrt). Größere Banken haben meist einen leichteren Zugang zum Anleihemarkt, insbesondere für nachrangige Schuldtitel, da sie größere Beträge begeben können (Emissionen von 500 Mio. Euro oder mehr, sogenannte Benchmark-Emissionen). Diese sind daher liquider und werden aufgrund einer geringeren Illiquiditätsprämie theoretisch zu etwas niedrigeren Spreads begeben. Dieser einfache Zugang könnte das Aufkommen neuer nachrangiger

Emittenten ermöglichen (so haben beispielsweise weder BMPS noch Mediobanca irgendwelche AT1). Je größer die Bilanz eines Emittenten ist, desto mehr zusätzliche Tier-1-Wertpapiere (AT1) sind im Umlauf (und liegen oft über dem empfohlenen regulatorischen Minimum). Für eine Bank ist es jedoch einfacher, die Refinanzierung mehrerer AT1-Papiere kontinuierlich zu managen, als nur ein einziges ausstehen zu haben, dessen Refinanzierungskapazität stärker von einem spezifischen und einzigartigen Marktfenster abhängt. Wir glauben daher, dass größere Banken tendenziell eine bessere Erfolgsbilanz bei der Ausübung von AT1- und Tier-2-Kaufoptionen aufweisen als kleinere Banken.

### Auswahl der jüngsten Übernahmeangebote im europäischen Bankensektor

Übernehmende Bank	Land	Bilanzsumme (Mrd. EUR)	Zielbank	Land	Bilanzsumme (Mrd. EUR)	Datum der Bekanntgabe
Nationwide	Großbritannien	339	Virgin Money	Großbritannien	108	07.03.2024 (Übernahme abgeschlossen)
Coventry BS	Großbritannien	74	Co-Op Bank	Großbritannien	30	19.04.2024 (Übernahme abgeschlossen)
BBVA	Spanien	769	Banco Sabadell	Spanien	246	24.05.2024
UniCredit	Italien	804	Commerzbank	Deutschland	565	11.09.2024*
UniCredit	Italien	804	Banco BPM	Italien	195	25.11.2024
Nykredit	Dänemark	233	Spar Nord Bank	Dänemark	19	10.12.2024
Banca IFIS	Italien	13	Illimity Bank	Italien	8	08.01.2025
B. Monte dei Paschi	Italien	122	Mediobanca	Italien	98	23.01.2025

Quellen: Unternehmen, Bloomberg. Die Bilanzsummen basieren auf den neuesten verfügbaren Daten, ausgedrückt in Milliarden Euro-Gegenwert für Banken mit Bilanzen in Fremdwährungen.

\*UniCredit kündigte an diesem Tag eine 9%ige Beteiligung an der Commerzbank an, gefolgt von einer 21%igen Beteiligung am 23.09.2024. Obwohl es sich hierbei nicht um ein Übernahmeangebot im eigentlichen Sinne handelt, bezeichnen wir es hier als solches.

### La Française Pressekontakt

La Française Systematic Asset Management GmbH  
Bianca Tomlinson  
Neue Mainzer Straße 80

60311 Frankfurt  
Tel. +49 (0)69 975743 03  
[bianca.tomlinson@la-francaise.com](mailto:bianca.tomlinson@la-francaise.com)  
<https://www.la-francaise-systematic-am.com>

Heidi Rauen +49 69 339978 13 | [hrauen@dolphinvest.eu](mailto:hrauen@dolphinvest.eu)

## Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch einen Anlagevorschlag oder irgendeine Form der Aufforderung zur Teilnahme an den Finanzmärkten dar. Die abgegebenen Einschätzungen geben die Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und stellen keine vertragliche Verpflichtung der Groupe La Française dar. Diese Einschätzungen können ohne Vorankündigung im Rahmen des Prospekts geändert werden, der allein rechtsverbindlich ist. Die Groupe La Française kann in keiner Weise für direkte oder indirekte Schäden haftbar gemacht werden, die sich aus der Verwendung dieser Publikation oder der darin enthaltenen Informationen ergeben. Diese Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Groupe La Française weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com).

Mitteilung veröffentlicht von der Groupe La Française, einer Aktiengesellschaft mit Vorstand und Aufsichtsrat mit einem Kapital von 78.836.320 € - Handelsregister Paris 480 871 490. Crédit Mutuel Asset Management: 128, boulevard Raspail 75006 Paris. Von der AMF unter der Nummer GP 97 138 zugelassene Vermögensverwaltungsgesellschaft. Aktiengesellschaft mit einem Kapital von 3.871.680 €, eingetragen im Pariser Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nummer 388 555 021, APE-Code 6630Z. Innergemeinschaftliche Mehrwertsteuer: FR 70 3 88 555 021. Crédit Mutuel Asset Management ist eine Tochtergesellschaft der Groupe La Française, der Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft der Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

La Française AM Finance Services, eine von der ACPR unter der Nr. 18673 ([www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr)) zugelassene und bei ORIAS ([www.orias.fr](http://www.orias.fr)) unter der Nr. 13007808 am 4. November 2016 registrierte Wertpapierfirma.

Internet-Kontaktadressen der Aufsichtsbehörden: Prudential Control and Resolution Authority (ACPR) [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr), Financial Markets Authority (AMF) [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)