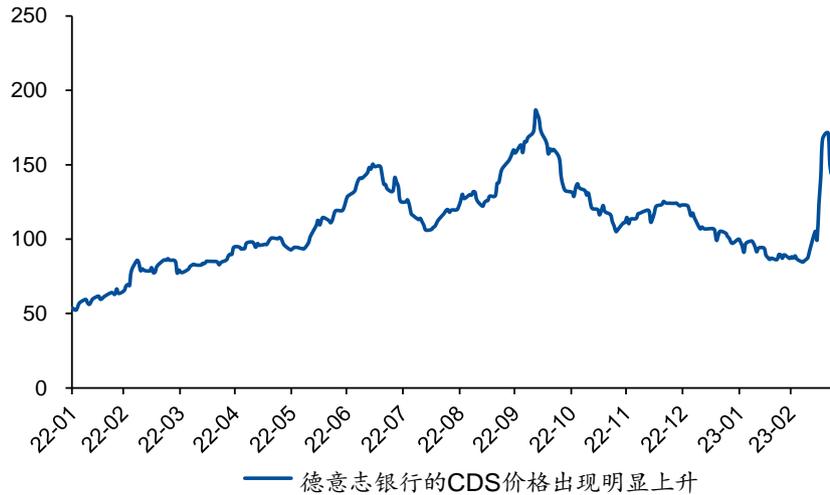




谁是下一个？回溯德国银行业最大兼并案

德意志银行会成为下一个“瑞信”么？



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际

- 下一个会是德意志银行么？市场开始押注德意志银行会成为欧洲银行业危机的下一个脆弱环节，德意志银行的信用违约掉期（CDS）价格也出现了飙升，这与瑞信被宣布兼并前的情形类似。
- 作为德语区（德国、瑞士和奥地利是主要成员）的主要银行之一，德意志银行与瑞信银行之间似乎有被自然联想的空间。
- 我们可以提供的一个视角，是回溯 2008 年金融危机以来的德国主要银行之间的各种关乎兼并收购的事件。相信有经验的投资者会从历史中看到未来。
- 这其中最为浓墨重彩的，是 2008 年德国商业银行对于德累斯顿银行的收购，这宗德国第二大和第三大银行的合并案，可以给我们很多启示。
- 首先，大型金融机构的合并是一个漫长的过程，“去杠杆”往往会持续很久，但核心是补充资本金，从这个角度而言，瑞信将 AT1 债券减值至零也是自救的重要一步；第二，监管机构会更倾向于快速处置已经陷入危机的金融机构，从历史经验来看，拖拖拉拉并不利于解决问题，选择“快刀斩乱麻”是更加实用的做法；第三，德国两大银行已经逐步摆脱了上一轮金融危机的负面冲击，也有相当的处置危机的经验。
- 总体而言，金融风暴也是对欧洲金融体系长期改革的一次“压力测试”。如果不能通过这一轮“压力测试”，下一轮的银行业改革也会随之而至。

瑞士当地时间3月19日晚，瑞士第一大银行瑞银集团（UBS）宣布将以30亿瑞士法郎的价格低价收购第二大银行瑞士信贷（Credit Suisse），两大全球知名银行集团将兼并的消息一经散播，立即成为了全球瞩目的焦点。此次收购兼并的主要目的是避免瑞信危机带来的流动性风险进一步向全球蔓延，但收购只是第一步，如何解决瑞信的不良资产所带来的经营压力、两家大行业务如何重组等问题仍然横亘在瑞银面前。由此我们不禁联想到多年前发生在德语区的另一宗银行业并购案，同时也是德语区迄今为止最大的一宗银行并购案：德累斯顿银行收购案。

烫手的山芋

德累斯顿银行（Dresdner Bank AG）成立于1872年，总部位于德国的法兰克福，现今被德国商业银行吸收合并。德累斯顿银行曾经有过辉煌过去，由一家地方性银行逐步发展成德国最大的银行之一，一度与德意志银行（Deutsche Bank AG）、德国商业银行（Commerzbank AG）并称“德国三大银行”，但在现代欧洲银行业激烈竞争和金融危机频发的环境下，几经沉浮，终究归于落寞。

在上世纪90年代东西德实现统一后，德国的宏观经济面表现不佳，整体经济增速明显落后于其他主要发达经济体。因此，德国政府对众多银行进行了一系列的整合操作，以求增强德国银行业于全球金融市场的竞争力，同时德国银行业内部竞争也日趋激烈。在此背景下，德累斯顿银行寻求过与德意志银行及德国商业银行进行强强联手，但均未成功。

2001年，谋求进军银行业、实现对市场全业务覆盖的安联保险集团（Allianz SE）找到了德累斯顿银行，双方一拍即合。7月，安联保险以240亿欧元收购了德累斯顿银行的多数股份。虽然其成功完成了对德累斯顿银行的收购，但由于当时不景气的宏观经济环境，德累斯顿银行所借贷的许多小公司纷纷破产，也让安联保险为此蒙受了极大损失。2002年德累斯顿银行亏损达9.72亿欧元，接近安联保险总亏损的四成。安联保险不得不用其自有资金去弥补德累斯顿银行的经营亏损，导致自有资本金下降，这对在当时主营业务亦不太景气的安联保险来说无疑是雪上加霜，并进而引致了其信用等级被下调的严重后果。

2007-2008年次贷危机发生，全球金融机构均受到了一定程度上的冲击，德累斯顿银行亦难独善其身，财务状况再度告急，成为安联保险最沉重的“拖油瓶”。安联保险2008年一季度业绩显示，净利润由2007年同期的32.4亿欧元降至11.5亿欧元，降幅达到65%，业绩下降的主要原因在于，其为德累斯顿银行资产支持证券减值8.45亿欧元，至2008年上半年德累斯顿银行亏损进一步增加至近10亿欧元。多年来，安联保险视德累斯顿银行为一块烫手山芋，金融危机下德累斯顿银行的糟糕表现，终于坚定了安联保险出售该银行的决心。

“国有化”还是“外资化”

2008年初开始，关于安联保险将出售德累斯顿银行的传闻开始在市场上传播，其后德资和中资相继出场，展开对德累斯顿银行的争夺：

- 2008年3月，市场传出中投公司欲全盘收购德累斯顿银行的消息，但安联保险董事会对其有分歧；
- 2008年6月，德累斯顿银行和安联保险代表开始评估德国商业银行资产负债表，同时德国商业银行获得德累斯顿银行敏感数据，双方开始进行合并准备工作；
- 2008年8月初，中国国家开发银行表达了对收购德累斯顿银行的兴趣，并在要约中提出现金收购及减少裁员；
- 2008年8月31日，德国商业银行在与中国国家开发银行的收购竞争中胜出。德国商业银行将以98亿欧元的总金额收购德累斯顿银行，收购分为两步走，先于2008年收购51%的股权，再于次年收购剩余的49%股权；
- 2009年1月8日，德国政府通过金融市场稳定基金（SoFFin）向德国商业银行注资100亿欧元，支撑其银行资本基础，进而支持其完成对德累斯顿银行的收购。至此德国政府占据了德国商业银行25%+1股的股票份额，此举既完成了对德国商业银行的事实国有化，又实现了对德累斯顿银行的纾困和控制。

德国商业银行收购德累斯顿银行的交易，表面上看是正常的商业并购行为，实际上则是德国政府对银行业进行国有化动作：首先通过金融市场稳定基金（SoFFin）对德国商业银行进行注资，完成对该银行的事实国有化；同时通过国有化进程中的德国商业银行，对德累斯顿银行进行收购，实现了对其的间接控制。一来二去，德国政府成功将德国三大银行中的两家收归国有。结合时代背景，2008年金融危机发生时，欧洲对银行业的纾困措施，也多是采取国有化的方式，执行方式相对审慎，德国政府亦不例外，此次成功收购亦推动德国在2009年4月通过了银行强制国有化法案。

重组并非易事

在德国商业银行与德累斯顿银行达成的收购协议中，详尽地描述了双方未来合作的规划，包括：

减少本土分行数量，在德国本土，将德国商业银行的820家分行及德累斯顿银行的1,074家分行，初步裁撤至1,540家分行，未来进一步压缩分行数量至1,200家；

进行大规模裁员，在保障社会福利条款的原则基础上，裁减9,000个全日制工作岗位，包括2,500个国外分行岗位，计划通过此举节省50亿欧元资金；

合并中小企业业务，两家银行在中小企业业务领域的销售和后台活动，将根据德国商业银行的商业模式在一个品牌下进行合并及加强；

将德累斯顿银行中欧和东欧业务并入德国商业银行；

将德累斯顿银行的商业房地产部门并入，成为德国商业银行一个新的部门；

建立新的投资银行部门，汇集两家银行面向资本市场的产品及资本市场

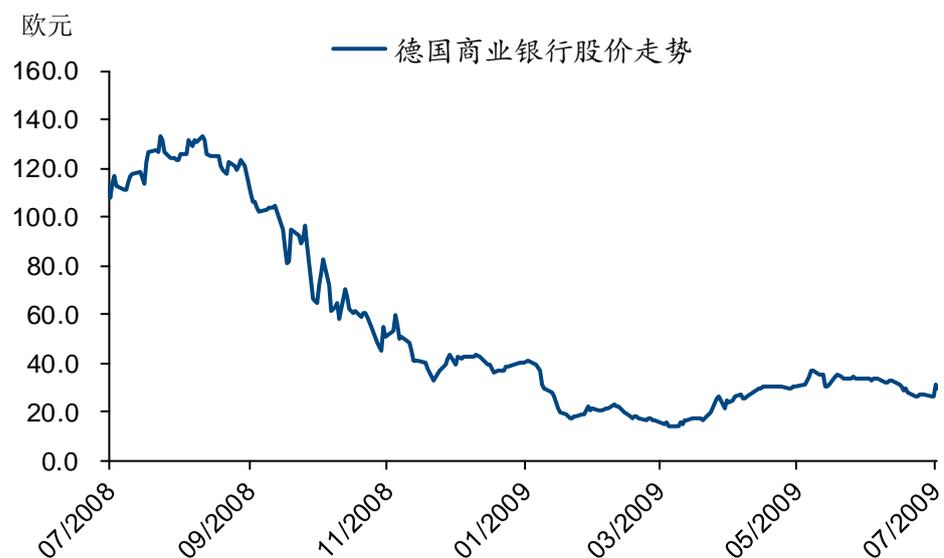
活动，重点将放在企业融资、贷款产品、股票和固定收益业务；

将两家银行的财务活动合并到集团的管理平台中，不再分配给特定部门。

成功完成收购后，德国商业银行开始按计划着手进行合并和重组工作，但很快他们便发现，事情并没有那么简单。德累斯顿银行的“有毒资产”（不良资产）达到了 490 亿欧元，在当时金融危机的影响仍在持续的大环境下，这部分资产有可能会给德国商业银行来较大的损失。同时，在执行德累斯顿银行裁员计划过程中，出现了赔偿金支付不合理的情况，如支付给前董事长和 CEO 的离职补偿金分别达到了 750 万欧元和 320 万欧元，与之形成鲜明对比的是收购方德国商业银行整体降薪 65%，董事会成员 2008 年合计年收入还不到 100 万欧元。裁员过程中亦产生了许多诉讼纠纷，这些诉讼一直持续到了 2014 年，德国商业银行与被裁员工之间互有胜负，一定程度上耗费了德国商业银行较多精力和财力。

此外，德累斯顿银行的管理层给收购者留下了一个经营不善的“烂摊子”，据德国商业银行 2008 年财报，德累斯顿银行当年的净亏损达到了 65.4 亿欧元，超过被收购价格的三分之二，这极大地拖累了德国商业银行的财务状况。德国商业银行在收购动作前的 2008 上半年营运状况持续向好，一、二季度均实现盈利，但其后受困于与德累斯顿银行的整合，连续四个季度亏损，股价在此期间也遭受重挫，使其不得不在 2008 年 11 月和 2009 年 1 月两次接受德国政府 soFFin 援助，直至 2009 年三季度才恢复盈利。

图 1：德国商业银行在兼并、重组德累斯顿银行期间股价大幅下行

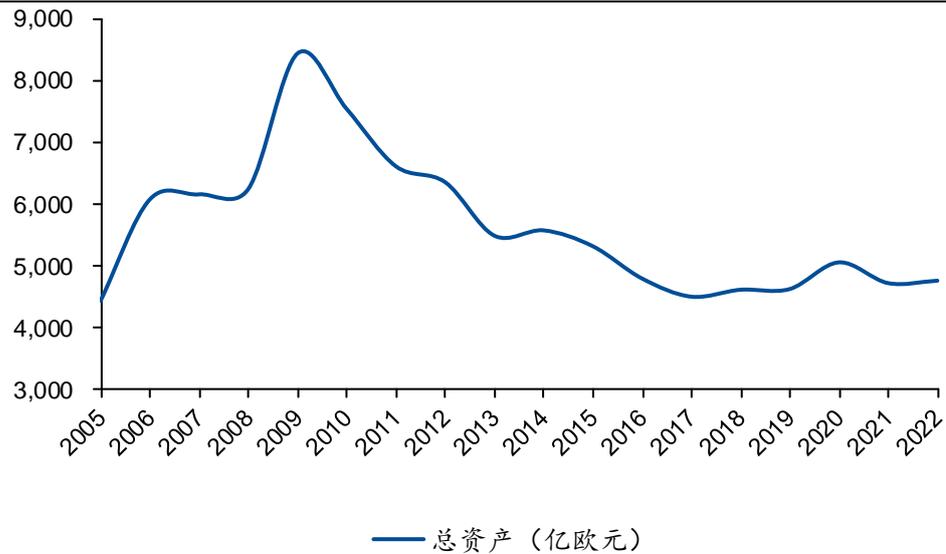


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

长期来看，德国商业银行并购德累斯顿银行并没有起到预想中“1+1>2”的效果，而是拖累企业陷入了漫长的低谷期。德国商业银行的盈利能力在并购前呈现逐年上升态势，但在并购完成后盈利端长期处于不景气状态，ROE 持续处于低位，而另一边一级资本充足率在并购后连年上行。

这种现象我们可以解读为，德累斯顿银行给德国商业银行带来的大量有毒资产及其他风险因素，致使德国商业银行不得不进行资本补充以及其他防御措施以应对风险，这在很大程度上影响了企业盈利端的表现。此次并购对德国商业银行的不利影响也体现在资产规模方面，在正式完成收购德累斯顿银行的2009年，企业资产规模如预期般上升到了历史最高，然而此后总资产持续缩量，从2013年至今已经连续多年低于并购前的资产规模。

图 2：并购后德国商业银行的资产规模呈下行趋势



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

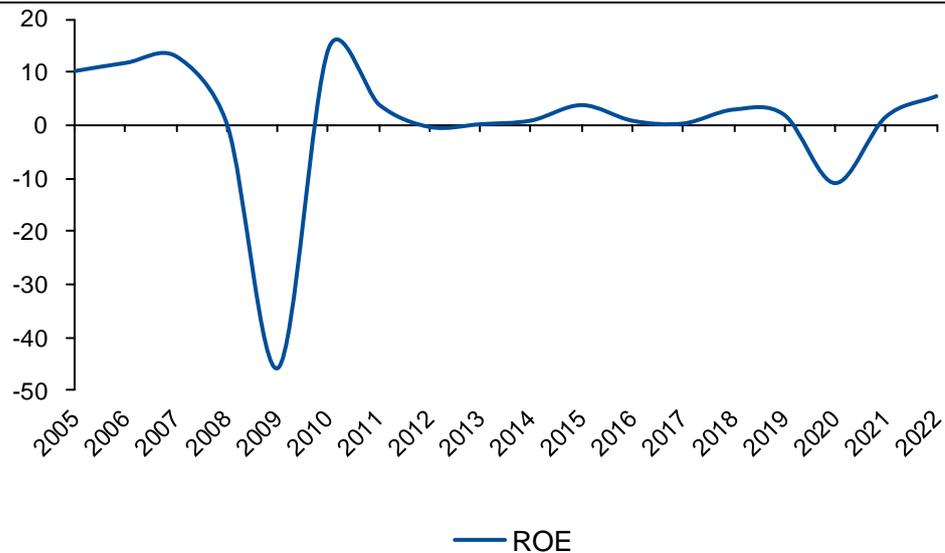
图 3：并购后德国商业银行的一级资本充足率持续上升



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

总结来讲，金融机构的兼并重组是难以一蹴而就的，是一个长期的过程，收购仅仅是迈出的第一步，更重要的是如何妥善地对资产进行处理，以及如何对业务进行合理的重组，一旦处理不当，并购重组发起者或将如前文所讲的安联保险和德国商业银行那样引火烧身，自身经营受到严重的影响。

图 4：并购后德国商业银行盈利能力迅速下降且长期维持低位



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

前车之鉴，后事之师

在德累斯顿银行收购案发生十年后，德国银行业又准备发起新一轮寡头操作，这一次谈判桌双方分别为德国第一大银行德意志银行和上一个故事的主角德国商业银行。

2019年3月17日，德国商业银行在官网发布消息，称与德意志银行达成共识，围绕潜在的合并计划进行谈判。如若成功，合并后的新银行将成为欧元区第二大银行，拥有1.8万亿欧元资产及1.4万员工，同时将占据德国本土零售银行业务的近两成。此次合并谈判也有德国政府撮合的因素在其中，由于昔日辉煌的德国银行业在受到金融危机的打击后逐渐弱势，德国政府欲促成一家“巨无霸”银行，以增强德国银行的竞争力，从而有足够实力在国际市场同美、英等国大型银行竞争。然而在谈判进行一月有余后，兼并案最终以失败而告终，市场认为原因有以下几点：

裁员成本过高。彼时德意志银行有约9.2万员工，德国商业银行有4.9万员工，如果双方合并，则需要进行约4万人的裁员，但德国劳动法对此较为严苛，企业的裁员成本很高，支付裁员遣散费对公司来讲是一个沉重的负担；

两家公司的商业模式和文化不同。德意志银行的业务倾向更加全球化，且投资银行业务占比较大；而德国商业银行则更加专注于本土以及商业银行业务；

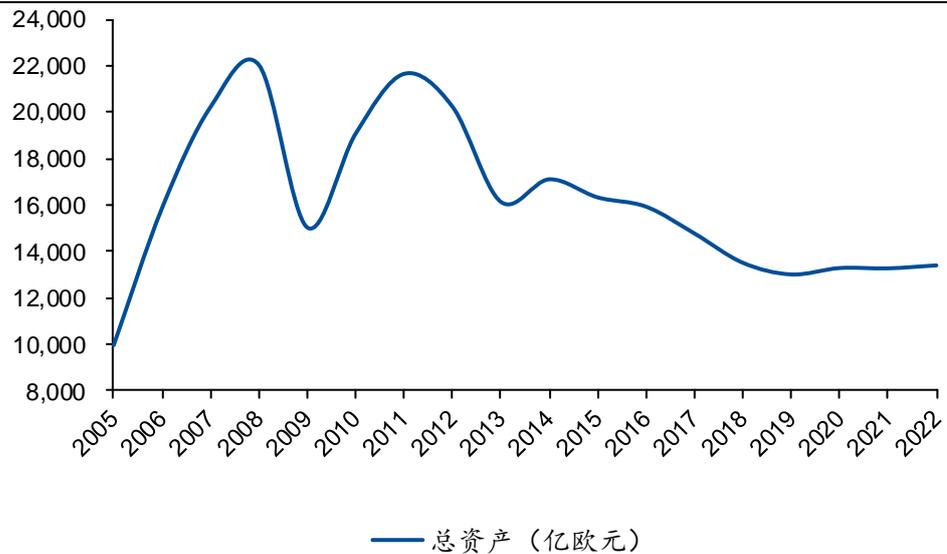
重组成本较高。据彭博社引述知情人士透露，德意志银行预计，收购德国商业银行造成的客户流失或造成15亿欧元损失，而合并后的业务损失和重组成本或将达到27亿欧元，上述损失是收购者较难接受的。

德意志银行在谈判开始前的2014-2018年，连续四年亏损，同时资产规模也大幅缩水，这种财务状态下大概率埋藏有不少隐患，而另一边德国商业银行虽然说盈利能力没有太突出，但经营总体处于相对稳定的状

态。联系到此前兼并同样经营状况不佳的德累斯顿银行所带来的一系列损失，德国商业银行必然不想被再度拖下水，兼并未果是一个合理的结果。

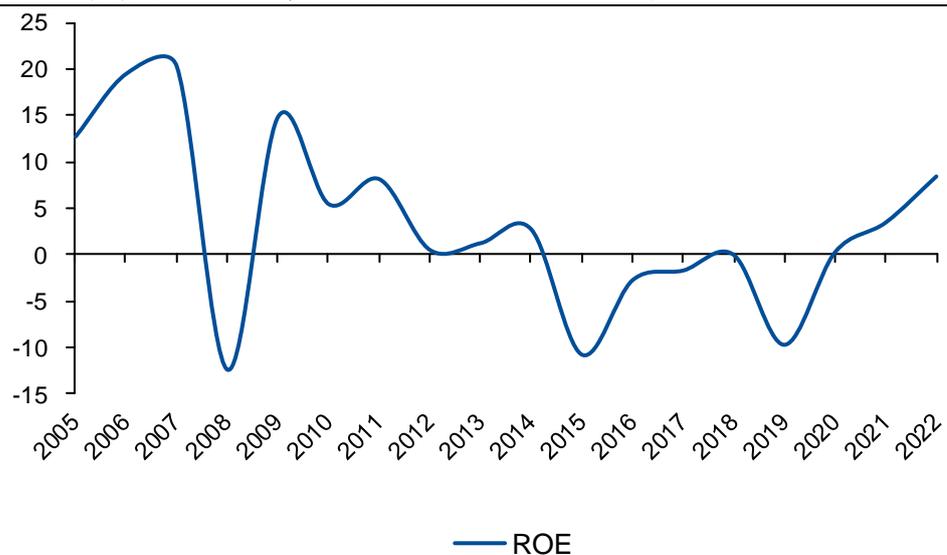
德意志银行在谈判结束后的几年里，资产规模止住了持续缩水的态势，同时盈利能力亦有显著的提高；另一边德国商业银行在这几年资产规模及盈利能力整体上也逐步恢复，在今年的2月27日，德国商业银行重新成为蓝筹指数成分股 DAX 指数的成分股，而在 2018 年由于连年经营不善，德国商业银行曾被剔除出该指数。就此而言，在参考了此前兼并的经验教训后，两家德国银行寻求各自发展，可能是当时最好的选择。

图 5：兼并谈判后的几年德意志银行资产规模止跌回稳



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

图 6：兼并谈判后的几年德意志银行盈利能力显著改善



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

新一轮“压力测试”

近期，在硅谷银行和瑞信银行纷纷“爆雷”后，德意志银行的 CDS 价格出现了明显的上升，这让投资者又回忆起几年前德意志银行风雨飘摇的各种情形。欧洲银行业的历史事实上就是一部兼并收购的历史，这背后不仅有金融危机等客观因素，也有大企业的风险承受能力往往更强这样的行业因素。

回顾当年的德国第二大和第三大银行的合并案，我们会得到很多启发。首先，大型金融机构的合并是一个漫长的过程，“去杠杆”往往会持续很久，但核心是补充资本金，从这个角度而言，瑞信将 AT1 债券减值至零也是自救的重要一步；第二，监管机构会更倾向于快速处置已经陷入危机的金融机构，从历史经验来看，拖拖拉拉并不利于解决问题，选择“快刀斩乱麻”是更加实用的做法；第三，德国两大银行已经逐步摆脱了上一轮金融危机的负面冲击，也有相当的处置危机的经验。总体而言，金融风暴也是对欧洲金融体系长期改革的一次“压力测试”。如果不能通过这一轮“压力测试”，下一轮的银行业改革也会随之而至。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对收购、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com