



RESTRUCTURATION INTERNATIONALE ET DIVERSIFICATION : LE CAS DU RISQUE-CRÉDIT

JEAN DERMINE *

L'entrée en vigueur du Marché unique européen en 1992 avait créé des attentes de fusions transnationales. En effet, l'un des objectifs du Marché unique est de permettre aux entreprises de bénéficier d'économie d'échelles en atteignant une taille optimale. Ceci renforcerait la compétitivité des entreprises, tout en permettant aux consommateurs d'obtenir des services à prix réduit. Douze ans après la création du Marché unique, renforcé par la création de l'euro en 1999, force est de constater que le nombre de fusions bancaires au niveau international a été limité. Les banques de petits pays ont été les plus actives, avec, comme exemples notoires, le Néerlandais ING et l'acquisition de la Banque Bruxelles Lambert en Belgique, ou la création de Nordea en Scandinavie avec le regroupement de banques de 4 pays : Suède, Finlande, Norvège, et Danemark. Une exception récente est l'acquisition du Britannique Abbey National par la banque Espagnole Santander Central Hispano. Le nombre relativement faible de fusions transnationales est motivé souvent par deux types d'argument : difficulté de fusionner des cultures, et potentiel relativement faible de réduction des coûts et d'amélioration des ratios d'efficacité¹. Le dernier élément est expliqué, en partie, par l'effet négatif de réglementations nationales diverses qui empêchent une standardisation des processus de production. L'objet de cet article est d'avancer un argument supplémentaire en faveur des fusions transnationales : le bénéfice résultant d'une diversification du risque-crédit.

* INSEAD.

L'auteur remercie les commentaires de participants du 21^{ème} *Symposium on Banking and Monetary Economics*, GdR CNRS, Nice, 2004.



L'article est divisé en trois sections. Dans la première, nous revisitons les arguments théoriques en faveur d'une diversification des risques dans le secteur bancaire. Dans la deuxième section, nous présentons le résultat d'une simulation empirique sur les bénéfices à attendre d'une diversification du risque-crédit. Finalement, nous attirons l'attention sur la nécessité d'une structure juridique appropriée, et discutons l'exemple de Nordea qui se propose d'adopter le nouveau statut de *Societas Europaea*.

LES ARGUMENTS EN FAVEUR DE LA DIVERSIFICATION DES RISQUES

La théorie traditionnelle de la finance avance qu'aucun bénéfice n'est à attendre d'une diversification des risques, lorsque l'information est parfaite et les marchés complets. Les actionnaires, en diversifiant leur portefeuille d'actions, peuvent atteindre un résultat identique à celui d'une firme diversifiée. Suivant ce type d'argument, une fusion transnationale pour des raisons de diversification n'aurait aucun mérite, car les actionnaires peuvent acheter des actions de banques opérant dans différents pays. Une étude empirique consistante avec ce point de vue est celle de DeLong (2001). Elle étudie les fusions dans le secteur financier aux États-Unis, et estime des gains de 3 % de la valeur combinée pour les fusions focalisées (géographie de proximité ou secteur identique), et des destructions de valeur pour les fusions non focalisées (en dehors de l'État, ou dans un secteur financier différent).

Pour justifier les gains apportés par une pure diversification financière, on doit se tourner vers des imperfections de marché. Quatre arguments sont avancés dans la littérature pour motiver le contrôle des risques et la diversification (Santomero, 1995 ; Froot and Stein, 1998, Dermine, 2002 et 2004a) : l'aversion aux risques des dirigeants, la non linéarité des taxes, les coûts de détresse financière, et les imperfections du marché des capitaux. Ces arguments sont résumés brièvement.

Premièrement, les dirigeants ayant une fraction significative de leur revenu attachée à la banque ne peuvent diversifier ce risque de manière adéquate. Leur aversion au risque peut les inciter à contrôler et limiter le risque pris par l'entreprise. Deuxièmement, la non linéarité des taxes peut être créée par la déductibilité imparfaite des pertes. Dans ce cas, une réduction de la variance des profits permet de réduire les paiements attendus d'impôt. Troisièmement, les coûts de détresse financière se réfèrent à la réduction de valeur résultant d'une situation financière difficile. Par exemple, en cas de pertes significatives, une partie de la clientèle privée peut quitter la banque, ou, dans un cas extrême, l'agrè-

ment par les autorités de contrôle peut être suspendu. Finalement, des coûts peuvent être liés à des imperfections de marché. Suite à des problèmes d'informations asymétriques entre la banque et les participants des marchés financiers, le coût de financement *externe* sur les marchés - émission d'actions ou de dettes subordonnées - peut être élevé. Dans ce contexte, des pertes vont réduire le niveau des fonds propres, empêchant la banque de réaliser des investissements rentables. La diversification et la stabilisation des profits évitent de faire appel à des fonds extérieurs coûteux, et permettent de financer des investissements rentables. Une explication alternative est liée au risque de réputation. Suite à un phénomène d'opacité - difficulté à interpréter les résultats financiers -, les analystes ne peuvent savoir si des pertes sont dues à la malchance ou à une gestion malheureuse. L'annonce de mauvais résultat induit une baisse très significative des cours boursiers, avec la vente d'actions par des investisseurs qui comprennent mal la source des risques. Dans ce contexte, une stabilisation des profits évite des pertes de valeur substantielle. Ainsi, en absence de réglementation bancaire, il y a plusieurs arguments en faveur du contrôle des risques, de la diversification, et de la stabilisation des profits.

Les mathématiques de la diversification financière sont bien connues depuis Markowitz (1959). Une expression élégante du risque établit que l'écart-type (la volatilité) du revenu global est égal à la somme des risques individuels, chacun de ces risques étant pondéré par la corrélation entre ce risque et le profit global². Considérons une banque présente dans 3 marchés (par exemple trois pays : France, Espagne, et Belgique), avec des actifs respectifs de A en France, B en Espagne, et C en Belgique. Dénotant par σ_A l'écart-type du rendement R_A sur actif A (B, C), et $\rho_{A,P}$ la corrélation entre le rendement de A (B, C) et le profit global de la banque, on peut exprimer la volatilité du revenu global, σ_P , comme suit :

$$\text{Volatilité du profit global} = \\ \sigma_P = [A \times \sigma_A \times \rho_{A,P}] + [B \times \sigma_B \times \rho_{B,P}] + [C \times \sigma_C \times \rho_{C,P}]$$

La relation indique, de manière intuitive, que le risque global est égal à la somme des risques individuels (par exemple, $A \times \sigma_A$) pondérés par la corrélation de ce risque avec la banque ($\rho_{A,P}$). En général, le risque global est inférieur à la somme des risques individuels pour autant que les corrélations ne soient pas élevées. La présence d'une banque sur différents marchés permet donc, en principe, la diversification des risques, et une stabilisation des profits. Des avantages réels en termes de création de valeur s'ensuivent, vu que, comme discuté plus haut, la stabilisation du profit et des fonds propres permettent d'éviter les imperfections de marché et un coûteux financement externe.



Les gains à attendre d'une diversification géographique ou sectorielle ne se matérialiseront que si les corrélations ne sont pas trop élevées. Ceci devient une question empirique.

DIVERSIFICATION DU RISQUE-CRÉDIT, ÉTUDES EMPIRIQUES

Au niveau international, Berger *et al.* (2000) rapportent des corrélations très faibles entre les ROE agrégés de système bancaire de différents pays européens. Dahl et Logan (2002) analysent les prêts internationaux non performants de 28 banques britanniques sur la période 1987-2000. Ils observent de gains significatifs à attendre d'une diversification internationale du risque-crédit. Acharya, Hasan, and Saunders (2002), cependant, expriment leur réserve sur les avantages de la diversification dans une étude détaillée de banques italiennes sur la période 1993-1999. Selon ces auteurs, les bénéfices de la diversification peuvent être fortement réduits par une perte de compétence lorsqu'on s'éloigne de marchés connus. Amihud, Delong et Saunders (2002) n'observent pas d'impact de fusions transnationales sur la volatilité des rendements boursiers.

Un mot de prudence convient d'être exprimé à propos des études qui se focalisent sur la corrélation et la volatilité de pertes. Vu que la distribution statistique des pertes sur crédit n'est pas une distribution symétrique (beaucoup de périodes observées durant lesquelles les pertes sont assez faibles, et relativement peu de récessions importantes avec des pertes élevées), il paraît utile d'analyser les pertes en période de forte récession. Une méthode standard, en gestion de trésorerie (*trading*), est de simuler, pour un portefeuille donné, les conséquences d'un choc important (*stress scenario*). Dans le tableau n° 1, nous rapportons les provisions sur crédit (une mesure imparfaite des pertes réelles) pour le secteur bancaire de différents pays au travers de la récession de 1988-1992. Pour étudier les bénéfices potentiels de la diversification, nous simulons la perte moyenne pour un portefeuille international fictif de crédit (la part de chaque pays dans ce portefeuille étant pondérée par le Produit national brut). Dans le cas de la Suède, qui a connu une crise bancaire au début des années 1990, les pertes observées en 1992 étaient de 6 % du portefeuille de crédit, alors qu'un portefeuille international simulé aurait affiché des pertes de 1,35 %. Pour la Grande-Bretagne, qui a également connu en 1992 la plus forte récession depuis la Seconde guerre mondiale, les pertes de 2,13 % devraient se comparer aux pertes de 1,35 % du portefeuille international. Cette période 1988-1992 ne constitue, bien sûr, qu'un exemple, mais il illustre le potentiel de diversification et de réduction du risque-crédit au moment où on l'attend le plus, en situation de forte récession.

Tableau n° 1
Diversification internationale du risque-crédit, une simulation
 (pertes sur crédit en % des crédits totaux)

	1988	1989	1990	1991	1992
Autriche	0,32	0,35	0,39	0,54	0,76
Belgique	1,38	1,35	0,64	0,88	1,09
Danemark	2,2	1,69	2,38	2,66	3,2
Finlande	0,64	0,54	0,47	0,45	3,2
France	0,46	0,33	0,3	0,49	0,74
Allemagne	0,4	0,82	0,83	0,6	0,69
Grèce	1,09	1,28	1,4	2,5	1,24
Italie	0,46	1,23	1,21	1,12	1,12
Luxembourg	1,48	1,55	2,17	1,72	1,62
Pays-Bas	0,39	0,34	0,39	0,46	0,43
Portugal	3,44	4,25	4,02	4,45	4,52
Espagne	1,27	0,7	0,65	1,1	1,34
Suède	1,72	1,51	0,75	3,2	6
Royaume-Uni	0,51	2,57	1,53	2,16	2,13
Portefeuille diversifié¹	0,65	1,15	0,93	1,15	1,35

1. Le portefeuille diversifié est un portefeuille de crédits internationaux pondérés par le PNB de chaque pays.
 Source : Dermine, 2003a.

Cette analyse demande à être qualifiée de quatre manières. Il s'agit tout d'abord d'un exercice de simulation. La construction d'un groupe bancaire international peut créer d'autres problèmes liés à la complexité de gestion d'une entreprise multinationale. Deuxièmement, l'activité de crédit international peut altérer la qualité du portefeuille. Troisièmement, les dérivés de crédit pourraient permettre de gérer le profil du risque en vendant et achetant des risques appropriés. Finalement, l'arrivée de l'euro et une politique monétaire commune peuvent augmenter la corrélation entre les cycles économiques, réduisant ainsi les bénéfices à attendre d'une diversification.

Cette simulation a illustré le bénéfice potentiel résultant d'une diversification internationale des risques en cas de fortes crises. Dans la réalité, une partie des bénéfices de diversification peut être perdue si la gestion des risques crédits au niveau international se détériore. Dans cet ordre d'idée, il est vraisemblable qu'une fusion transnationale est préférable au démarrage d'une nouvelle activité de crédit à l'étranger (*greenfield operation*). En effet dans le premier cas, on retient l'expérience de la banque achetée et la connaissance du marché étranger, tandis que, dans le second, on s'expose au risque de *sélection adverse*, c'est-à-dire le risque de recevoir des crédits à haut risque qui ont été refusés par les autres banques locales. Le troisième argument opposé à



l'expansion internationale est que les dérivés de crédit devraient permettre de gérer la structure des risques et d'éviter les concentrations. Le marché des dérivés de crédit se développe en effet de manière importante, mais il concerne essentiellement les grandes signatures, pour lesquelles l'avantage comparatif des banques dans l'analyse du risque crédit est limité. Pour le marché des petites et moyennes entreprises, il sera plus difficile et coûteux de vendre ce risque parce que les problèmes d'informations asymétriques seront plus importants. Pour ce type de crédits qui resteront en portefeuille, un degré de diversification approprié s'impose. Finalement, il est possible que la création de l'euro contribue à modifier les cycles économiques et les corrélations entre pays. Mais, ceci reste à démontrer. En effet, il est possible que des phénomènes d'*agglomération* voient le jour, par lesquels des concentrations industrielles se forment dans certaines régions pour bénéficier d'économie d'échelle. Dans cette logique, la corrélation entre cycles économiques de différentes régions pourrait diminuer, créant ainsi un argument puissant pour la diversification du risque-crédit. Finalement, l'adoption de la monnaie unique ne doit pas faire oublier qu'un instrument de politique économique est supprimé : la possibilité de dévaluer sa devise en cas de forte récession. Ce fut la voie suivie par la Grande-Bretagne et les pays scandinaves en 1992. Dans la zone euro, cette option n'étant plus disponible, les banques auront un intérêt supplémentaire à éviter une concentration géographique des risques trop prononcée (Dermine, 1996 et 2004b). En cas de récession grave, la dévaluation monétaire ne sera plus une option disponible pour faciliter le redressement d'une économie nationale.

Nous avons implicitement discuté les bénéfices de la diversification dans le cas d'une structure juridique unique. La réalité est beaucoup plus complexe, avec des institutions bancaires opérant avec des succursales et filiales à l'étranger. L'objet de la troisième section est de comprendre le choix économique de la structure juridique, et son importance pour le risque systémique. Sur le plan légal, une entité juridique européenne, la *Societas Europaea* (SE), a vu le jour le 8 octobre 2004. Elle devrait faciliter la création de groupe européen.

LA BANQUE INTERNATIONALE, STRUCTURE JURIDIQUE

Pour réaliser complètement les avantages d'une société internationale, les banques doivent pouvoir mettre en place une structure juridique appropriée. En principe, la législation européenne, avec la licence unique, doit permettre aux banques d'opérer avec une seule entité juridique et des succursales dans différents pays. Ceci permettra de réduire les coûts réglementaires, en ayant à rendre des comptes à une

Tableau n° 2
Nombre de succursales et filiales dans différents pays
 (part de marché en % de l'actif domestique)

Pays	Espace économique européen	Pays tiers	Total
Autriche # succursales	6 (0,7)	2 (0,1)	8 (0,8)
# filiales	20 (1,6)	11 (1)	31 (2,6)
Belgique # succursales	25 (9)	15 (6,9)	40 (15,9)
# filiales	16 (19,2)	15 (1,2)	31 (20,4)
Danemark # succursales	14 (NA)	NA (NA)	14 (NA)
# filiales	NA (NA)	NA (NA)	NA (NA)
Finlande # succursales	9 (7,1)	0 (0)	9 (7,1)
# filiales			
France # succursales	46 (NA)	43	89
# filiales	118 (NA)	98	216
Allemagne # succursales	46 (0,9)	31 (0,7)	77 (1,6)
# filiales	31 (1,4)	45 (1,2)	76 (2,6)
Grèce # succursales	14 (11,1)	9 (7,9)	23 (19)
# filiales	3 (1,8)	3 (1)	6 (2,8)
Irlande # succursales	18 (17,7)	3 (1,2)	21 (19,9)
# filiales	21 (27,8)	7 (6,9)	28 (34,7)
Italie # succursales	36 (3,6)	17 (1,4)	53 (5,0)
# filiales	4 (1,7)	4 (0,1)	8 (1,8)
Luxembourg # succursales	61 (19,4)	7 (1,4)	68 (20,8)
# filiales	97 (71,1)	46 (8,1)	143 (79,2)
Pays-Bas # succursales	11 (2,3)	11 (0,5)	22 (2,8)
# filiales	8 (3)	19 (1,9)	27 (4,9)
Portugal # succursales	11 (2,5)	2 (0,1)	13 (2,6)
# filiales	6 (6,8)	3 (1,0)	9 (7,8)
Espagne # succursales	33 (4,8)	20 (1,6)	53 (6,4)
# filiales	21(3,4)	6 (1,9)	27 (5,3)
Suède # succursales	14 (1,3)	3 (0,1)	17 (1,4)
# filiales	0 (NA)	1 (0,2)	1 (0,2)
Grande-Bretagne # succursales	106 (22,5)	149 (23)	255 (45,5)
#filiales	18 (1)	114 (5,6)	132 (6,6)
Total # succursales	450	312	762
# filiales	363	372	735

Source : Dermine (2003a).



seule entité de contrôle. De plus, une entité juridique unique doit permettre d'éviter de payer la TVA sur des services fournis par des filiales de services communs. Cependant, pour bénéficier de ces avantages, une banque doit opérer à l'étranger avec une structure unique et des succursales. Si la banque opère avec des filiales, le passeport européen ne s'applique plus, car chaque filiale est considérée comme une banque locale dans chaque pays (Dermine, 2003a,b).

Une caractéristique surprenante du processus d'expansion des banques à travers l'Europe est qu'il se fait très souvent avec des filiales, et non des succursales. Le tableau n° 2 indique ainsi que les banques de l'Espace économique européen opéraient en France avec 46 succursales et 118 filiales. Ceci est surprenant car, à première vue, il semblerait qu'une structure unique avec succursales permettrait de réduire les coûts réglementaires de manière significative.

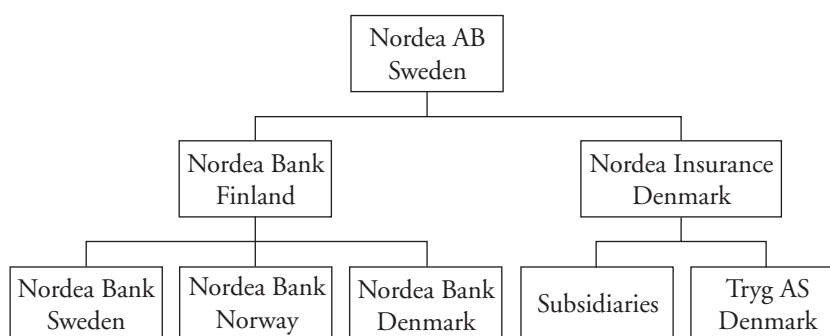
Le marché bancaire unique est-il une illusion ? Si cette question peut à première vue paraître technique, elle est de grande importance du point de vue du risque systémique pour deux raisons. Tout d'abord, la mise en faillite d'un groupe opérant avec filiales créerait de grandes incertitudes juridiques, vu que les juridictions de plusieurs pays seraient impliquées. Deuxièmement, si un groupe bancaire opérant dans de nombreux pays peut apparaître diversifié, ce n'est plus vrai pour chaque filiale qui a ses risques concentrés sur un pays. Ce dernier point est important. On observe souvent, en effet, lors de fusions transfrontalières, que les filiales se concentrent sur l'activité locale, tandis que les activités internationales ou de marché sont regroupées dans d'autres entités. Le degré de diversification de risques d'une filiale nationale se trouvant donc réduite, le risque systémique peut augmenter dans certains pays³. Il est donc important de comprendre les barrières qui empêchent les groupes bancaires internationaux d'opérer à l'étranger avec des succursales.

Pour comprendre le choix d'une structure juridique avec filiales ou succursales, nous présentons tout d'abord la structure de trois groupes européens : Nordea AB, ING Groep, et HypoVereinsbank (HVB). Nous cherchons ensuite à comprendre les motivations. Les sources d'information sont tirées de la littérature académique en *corporate finance* et gestion de multinationales, ainsi que d'entretiens auprès de deux de ces banques.

Nordea AB est le résultat de la fusion de quatre grandes banques de Finlande (Merita), Suède (Nordbanken), Danemark (Unidanmark) et Norvège (Christiania Bank). Le groupe a des parts de marché significatives dans les pays nordiques : 40 % des actifs bancaires en Finlande, 25 % au Danemark, 20 % en Suède, et 15 % en Norvège. La structure du groupe, adoptée en 2001 et en place jusque mars 2004, est décrite

au tableau n° 3. Une société holding, Nordea AB, basée à Stockholm, était propriétaire de filiales (banque ou assurance) opérant en Scandinavie.

Tableau n° 3
Structure juridique de Nordea, 2001 (mars 2004)



Le groupe néerlandais ING date de la fusion en 1990 de l'assureur Nationale Nederlanden et de la banque NMB Postbank Groep. Des acquisitions notables dans le secteur bancaire incluent la banque britannique Barings en 1995, la banque belge Bruxelles Lambert en 1998, la banque allemande BHF-Bank en 1999, et la banque polonaise Slaski en 2001. ING opère à l'étranger avec 56 filiales bancaires. HypoVereinsbank (HVB) est la deuxième banque privée en Allemagne. La « banque des régions », elle, opère en Autriche avec sa filiale Bank of Austria Creditanstalt et plusieurs filiales dans les pays d'Europe Centrale et de l'Est.

Ces trois exemples de banques, qui ont une stratégie européenne très prononcée, indiquent une préférence nette pour une structure avec filiales, qui ne leur permet donc pas de bénéficier des avantages liés au passeport unique européen. La structure avec filiales doit donc présenter des avantages importants.

La littérature académique en *corporate finance* aide à comprendre le choix de structure. Dans un monde avec information parfaite et sans coût de transaction, le choix de structure n'aurait pas d'importance. Cependant, dans la réalité, des conflits d'intérêt peuvent survenir entre différentes parties : actionnaires, déposant, managers, assureurs des dépôts, et emprunteurs. Une information imparfaite, opacité, peut amener des actions qui se font au détriment d'une ou autre partie. En particulier, une modification de la nature du risque des actifs bancaires peut heurter certaines parties, comme les



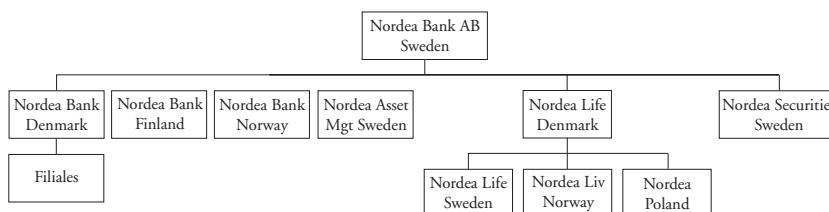
dépôts ou l'assureur des dépôts. Ce type de raisonnement, basé sur l'information imparfaite, explique les structures séparées de *project finance* ou la création de *bad bank* pour séparer les actifs bancaires sains des actifs à risque⁴.

La littérature académique sur les entreprises multinationales ajoute des éléments supplémentaires. Le premier argument est que, dans une situation d'acquisition transfrontalière, la création d'une filiale rassure le management en place sur la pérennité de leur entreprise et de différentes fonctions, financières ou comptables par exemple. De même, la banque centrale peut insister sur une structure avec filiales pour conserver son activité de contrôle. Deuxièmement, la création de filiale facilite la dimension de « proximité » avec clients et fournisseurs car la filiale reste une entreprise locale. La littérature prédit que, indépendamment de toute législation, une multinationale cherchera à optimiser les dimensions « économies d'échelle » et « proximité » avec une combinaison de filiales et de succursales.

Finalement, des entretiens avec les directeurs de deux banques, Nordea AB et ING, permettent de mieux appréhender les raisons du choix de structure⁵. Ces deux banques confirment qu'une structure unique avec succursales réduirait, en principe, les coûts de fonctionnement. Cependant, le choix de structure avec filiales se justifie pour les raisons suivantes. Tout d'abord, les arguments avancés dans la littérature académique en *corporate finance* et en gestion de multinationales sont validés dans ces entretiens. Le souci d'isoler certains risques, ou de rassurer le management ou un pays sur la pérennité de leurs institutions, expliquent en partie le choix d'une filiale. Mais deux autres types d'arguments sont avancés. Tout d'abord, il apparaît que le régime fiscal des entreprises peut parfois justifier la structure avec filiales. De même nature, la conversion d'une filiale en une succursale peut être une source d'imposition supplémentaire. Sur un plan de risque systémique international, il est donc intéressant de noter le lien entre régime fiscal, choix d'une structure de groupe avec filiales, et implications pour le risque systémique⁶. Ensuite, nos interlocuteurs mettent en avant la flexibilité assurée par une filiale en termes de revente éventuelle ou de cotation en Bourse. Il semble donc que les avantages liés à la structure de groupe avec filiales peuvent dominer les bénéfices à attendre d'une licence unique avec succursales. La proximité géographique et des activités de risque similaire devraient conduire au choix de succursales, tandis que des activités éloignées ou des activités à risque spécifique devraient conduire au choix de filiale (Rosengren, 2004). Cette logique semble être adoptée tout récemment par la banque Nordea, un cas qui servira certainement d'exemple en Europe.

Nordea AB a annoncé son plan de créer une structure juridique unique pour son activité bancaire en se référant à la réglementation européenne sur le nouveau statut de compagnie européenne⁷ (*Societas Europaea*). Ce règlement de la commission est applicable depuis le 8 octobre 2004 (IBFD, 2004). Les avantages liés à une structure unique sont les suivants : réglementation unique, comptabilité, transparence, transaction juridique, relation avec les sociétés de notation. Comme indiqué dans le tableau n° 4, une société holding, Nordea AB, basée en Suède a reçu en mars 2004 une licence bancaire.

Tableau n° 4
Structure juridique de Nordea (Mars 2004)



Progressivement, les entités bancaires des différents pays vont être regroupées dans une seule unité bancaire, basée en Suède. Cependant, cette restructuration du groupe Nordea ne va pas sans poser toute une série de problèmes inattendus. Par exemple, la Finlande a dû modifier sa législation, car la contribution financière des banques pour financer la supervision bancaire n'est pas la même pour une filiale et pour une succursale. La transformation de la filiale finlandaise de Nordea (ex-Merita) en une succursale aurait entraîné des pertes de revenu en Finlande. De plus, le mécanisme d'assurance des dépôts pose des problèmes. M. Schultze, membre du Comité exécutif de Nordea, a annoncé en juin 2004 : « Nordea va demander au Commissaire en charge du Marché unique, Mr Bolkenstein, d'exempter la nouvelle structure du système d'assurance des dépôts unique, et de maintenir le mécanisme d'assurance dans chaque pays » (Nordea, 2004). La raison est que Nordea a déjà contribué au financement du mécanisme d'assurance des dépôts en Norvège, et qu'il ne souhaite pas perdre cette contribution. La décision n'a pas encore été prise de transférer l'entière responsabilité de l'assurance des dépôts à la Suède, ou de le maintenir dans chaque pays. L'exemple de Nordea illustre à loisir la difficulté de réaliser complètement les avantages attendus d'une structure transnationale.

Douze ans après la création du Marché unique européen, les fusions bancaires transfrontalières sont encore rares. Les arguments avancés sont la difficulté de fusionner les cultures de chaque pays, et le faible potentiel de réduction des coûts opérationnels. Un argument supplémentaire a été avancé, la diversification du risque-crédit. En cas de forte récession économique dans un régime à monnaie unique, la diversification du risque sera bienvenue. Finalement, l'importance de la structure juridique unique a été mise en évidence. La création de la *Societas Europaea* devrait faciliter son existence, même si le cas de Nordea démontre l'existence de nombreuses entraves à sa création.

ANNEXE

“Diversification and Marginal Risk Contribution”

Dénnotant x_i comme l'actif de l'activité i , R_i le rendement sur l'actif x_i , le revenu total est égal à :

$$\text{Revenu total} = \sum_i R_i \cdot x_i$$

La variance du revenu total, σ_p^2 , est égale à :

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= \sum_i \sum_j X_i X_j \text{Cov}(R_i, R_j) \\ &= \sum_i X_i \text{Cov}(R_i, R_p) \\ &= \sum_i X_i \rho_{i,p} \sigma_i \sigma_p \end{aligned}$$

Le risque global, la volatilité du revenu total, σ_p , suit :

$$\sigma_p = \sum_i X_i \sigma_i \rho_{i,p}$$

NOTES

1. Il est généralement admis, dans les opérations de fusions bancaires, que la réduction des coûts doit franchir la barre minimale de 5 % des frais de gestion pour justifier une prime d'achat.
2. Preuve disponible en Annexe.
3. On peut objecter que, pour des raisons de réputation, un groupe bancaire se verra dans l'obligation de financer les pertes de ses filiales. C'est une possibilité, mais on peut imaginer des cas où, vu la dimension des pertes, une groupe bancaire préférera s'abstenir de soutenir financièrement sa filiale.
4. La séparation des risques est parfois appelée « cantonnement des risques ». Ceci explique que les banques espagnoles opèrent avec des filiales en Amérique Latine. Cette structure protège les déposants et l'assureur des dépôts de la maison mère espagnole.
5. Dans les deux cas, nous avons pu rencontrer le responsable des services juridiques et les directeurs responsables du choix de la structure du groupe.
6. Une autre caractéristique du régime fiscal, la TVA, ne contribue pas à la création de groupe bancaire européen. La TVA réduit les bénéfices attendus de la création de centres de service intégré dans un groupe international. En effet, une TVA serait payée sur les achats de services à ces centres, mais elle ne pourrait pas être recouvrée entièrement par les banques du fait, de leur faible recette de TVA.
7. Règlementation 2157/2001.

BIBLIOGRAPHIE

- ACHARYA V., HASAN I., and SAUNDERS A. (2002), « The Effects of Focus and Diversification on Bank Risk and Return : Evidence from Individual Loan Portfolios », *Journal of Business*, à paraître.
- AMIHUD Y., DELONG G. and SAUNDERS A. (2004), « The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Bank Risk and Value », mimeo, *Journal of International Money and Finance*.
- BERGER A., DEYOUNG R., GENAY H. and UDELL G. (2000a), « Globalization of Financial Institutions : Evidence from Cross-border Banking Performance », in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 23-120.
- DAHL D. and LOGAN A. (2002), « Granularity and International Diversification: An Empirical Analysis of Overdue Claims at Banks », Bank of England, mimeo, 1-28.
- DELONG G. (2001), « Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers », *Journal of Financial Economics*, 59, 221-252
- DERMINE J. (1996), « European Banking with a Single Currency », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 5 (5), 1996.
- DERMINE J. and BISSADA Y. (2002), *Asset & Liability Management, A Guide to Value Creation and Risk Control*, London : FT-Prentice Hall.
- DERMINE J. (2003a), « European Banking, Past, Present, and Future », in *The Transformation of the European Financial System* (Second ECB Central Banking Conference), eds V. Gaspar, P. Hartmann, and O Sleijpen, ECB, Frankfurt, 2003 (accessible en e-book: www.ecb.int/pub/pdf/TransformationEuropeanfinancialsystem.pdf).
- DERMINE J. (2003b), « Licence, Contrôle Bancaire, et Procédure de Faillite Uniques : Une Grande Illusion ? », *Banque Magazine*, novembre.
- DERMINE J. (2004a), « ALM in Banking », in *Asset & Liability Management*, Handbooks in Finance series, eds. W. Ziemba and S. Zenios, North Holland, à paraître.
- DERMINE J. (2004b), « Strategic Management in Banking, in *Medio Virtus* », in *Competition and Profitability in European Financial Services : Strategic, Systemic, and Policy Issues*, eds. M. Balling, Lierman F., et Mullineux A., Routledge, à paraître.



FROOT K.A. and STEIN J.C. (1998), « Risk Management, Capital Budgeting, and Capital Structure Policy for Financial Institutions, an Integrated Approach », *Journal of Financial Economics*, 47, January, 55-82.

INTERNATIONAL BUREAU OF FISCAL DOCUMENTATION (2003), Survey on the Societas Europaea.

MARKOWITZ H.M. (1959), *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investment* (Cowles Foundation Monograph 16), Yale University Press, New Haven.

NORDEA (2004), « Pioneering the Move Towards a European Company », press release, 23 juin (www.nordea.com).

ROSENGREN E. (2003), « Comment on J. Dermine », in *The Transformation of the European Financial System* (Second ECB Central Banking Conference), eds V. Gaspar, P. Hartmann, and O Sleijpen, ECB, Frankfurt. <http://www.ecb.int/pub/pdf/TransformationEuropeanfinancialsystem.pdf>

SANTOMERO A. (1995), « Financial Risk Management, The Whys and the Hows », *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 4, 1-14.

