

# LA JUSTIFICATION DE L'ESSOR DES CONGLOMÉRATS FINANCIERS EN EUROPE

THIERRY SESSIN \*

**A** l'image du rapprochement opéré entre deux grands assureurs français (AXA et UAP) et du développement rapide du néerlandais FORTIS, au niveau européen, les conglomérats financiers semblent apparaître comme une réponse stratégique à une triple contrainte : l'intégration géographique des marchés internationaux (entrée remarquable du groupe ING en Asie en juin 1995 par l'intermédiaire de sa nouvelle filiale la Barings) ; l'intégration de toutes formes de services financiers (assurance, placement, opérations sur produits OTC, etc.) ; le maintien de disparités réglementaires et de dysfonctionnements dans la mise en application du marché bancaire intégré (DAC, DSI, procédure de notification, etc.).

195

En l'absence de dispositif prudentiel spécifique, le danger est que la formation et la diffusion des conglomérats deviennent une stratégie de consolidation du secteur bancaire à moindre coût réglementaire. En effet, les superviseurs européens et la Commission Européenne (DG XV) semblent hésitant face à l'attitude à adopter par rapport aux risques réels liés à la généralisation des conglomérats financiers en Europe. Non décidés à entreprendre une réforme prudentielle spécifique, le risque est d'allonger les temps de réaction en période de crises majeures (ou de stress). En effet, compte tenu de l'importance des temps de réaction dans des situations de crises d'illiquidité ou de solvabilité, l'enchevêtrement des régulateurs et l'opacité des structures capitalistiques et managériales allongent les temps de réaction et aggravent les risques de crises systémiques. Face à ces réelles menaces, l'absence de réponses prudentielles traduit une réalité : la disparition des « murs de Chine » entre métiers, et, l'éparpillement de l'actionnariat des entreprises sous

---

\* Université Paris X Nanterre, MINI-FORUM, URA 1700 CNRS.

Je remercie les deux « referees » anonymes pour leurs précieux commentaires, ainsi que les membres du MINI et Monsieur le Professeur Michel Aglietta.

Cet article a été présenté sous forme de contribution, aux XIII<sup>èmes</sup> Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, à Aix-en-Provence, les 6 et 7 juin 1996. Il s'inscrit également dans le cadre d'un projet de recherche du Commissariat Général du Plan sur « L'intégration financière en Europe et la politique prudentielle ».

la pression de la globalisation, rendent toutes tentatives de réforme plus complexes (exemple de la Directive sur l'Adéquation du Capital entrée en fonction le 1<sup>er</sup> janvier 1996) et inéluctablement décalées (CAD par rapport aux modèles *VaR* proposés par des banques dans le cadre des projets de réforme de la BRI).

Dans cette perspective, nous procéderons à une évaluation du phénomène de conglomération au cours de la période récente. Nous verrons si l'analyse traditionnelle du mouvement de déspecialisation appliquée aux conglomérats suffit à rendre compte de leur émergence, ou bien, s'il faut recourir à des analyses multidimensionnelles, combinant la recherche de flexibilité organisationnelle, la recherche de la centralisation des *cash-flows*, et une solution au conflit d'agence entre les managers, certains actionnaires, et les créanciers.

### ***Le constat : le développement des formes conglomérantes en Europe***

Le pôle financier européen est depuis quelques années en pleine recomposition. Les mouvements de fusions et d'acquisitions et les stratégies d'alliances intergroupes dessinent la restructuration du cœur financier européen (Dupuy et Morin [1993]) au sein duquel les conglomérats tendent à jouer un rôle de premier plan. La première difficulté pour traduire l'ampleur de ce nouveau mouvement vient d'un problème de méthode : l'absence de définition indiscutable des conglomérats financiers purs ou mixtes, contrairement au secteur bancaire, où l'intégration européenne et l'harmonisation des conditions de concurrence (le « *level playing field* ») a commencé par l'accord autour d'une définition commune de l'intermédiaire bancaire, suivie de la licence européenne et la deuxième directive.

A l'inverse, les conglomérats financiers ne font pas l'objet d'une définition consensuelle au sein des parties prenantes. Pour l'OCDE [1993] le conglomérat financier se définit comme « un groupe de plusieurs sociétés ayant des liens de capitaux entre elles, qui proposent une gamme de services soit entièrement financiers soit de nature essentiellement financière » (OCDE [1993]). le conglomérat financier se définit comme « un groupe de plusieurs sociétés ayant des liens de capitaux entre elles, qui proposent une gamme de services soit entièrement financiers soit de nature essentiellement financière » (OCDE [1993]). L'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs (OICV [1992]) propose quant à elle la définition opérationnelle suivante des conglomérats financiers : « le terme conglomérat financier se réfère à tout groupe de sociétés ayant un actionariat commun, où les activités financières - activités sur titres, banque, assurance et autres services financiers - sont entreprises à une grande échelle

par une ou plusieurs sociétés du groupe ». Enfin la Fédération des Experts Comptables Européens (FEE [1994]) définit un conglomérats financiers « *as a group of understandings consisting of a parent undertaking and at least one dependent subsidiary understanding which includes at least one bank and one insurance undertaking* ». Il semble pourtant que la définition la plus appropriée soit celle du groupe de travail tripartite Swann (Comité de Bâle et OICV [1995]) qui voit dans le conglomérat, un « *groupe de sociétés sous contrôle commun, dont les activités exclusives ou prédominantes consistent à fournir des services dans au moins deux différents secteurs financiers (banque, assurance, activités de marché)* ». Par ailleurs, par extension à cette définition, la notion de « conglomérat mixte », ajoute aux fonctions précédentes (offre de services financiers), celles de prestations de services de nature industrielles.

En raison du caractère partiellement novateur des conglomérats financiers et de l'absence de définition explicite de leur forme, leur recensement bute sur une réelle multiplicité. L'absence de modèle unique de conglomérat financier européen n'empêche pourtant pas une tentative de classification selon des critères minimaux veillant à ne pas adopter une vision trop extensive des conglomérats. En effet, l'erreur consisterait à rendre compte de l'émergence des conglomérats sans tenir compte des formes organisationnelles déjà présentes, en particulier, les banques universelles et les modèles de banque-industrie. Compte tenu de ces limites le conglomérat financier se définit au moins comme un groupe d'entreprises combinant différentes formes d'institutions financières dont une au moins est supervisée et éventuellement complétée d'un groupe industriel.

197

### ***Combien de conglomérat financier en Europe ?***

La mise en évidence des conglomérats européens suppose que l'on construise une grille de lecture combinant une description de chaque entité du groupe, et des liens existants entre chacune au sein même du groupe (participations, liens de coopération, etc.). A cette fin, le premier travail consiste à rendre compte des établissements de crédit, compagnies d'assurances, ou holding, associant des activités mixtes. Ensuite, la deuxième étape consiste à détecter les liens de capitaux significatifs entre chaque entité : détention d'au moins 5 % du capital d'une autre société (4<sup>ème</sup> colonne). La troisième étape consiste à éliminer les liens de capitaux déjà comptés par le biais des liens entre entités : par exemple le groupe ING peut répondre au critère choisi pour plusieurs de ses propres entités et donner l'apparence d'une collection de conglomérats (différence entre la colonne 3 et 4). Le dernier travail consiste à comparer les résultats obtenus à des bases de données différentes (CEA [1993]).

Tableau 1 :  
*Comparaison entre la base de données du Centre Européen  
 des Conglomérats Financiers et le CEA*

Pays	Compagnies	Institutions concernées par le critère de typologie Critère 1	Conglomérats financiers (Participations > 5 %) Critère 2	Résultats du CEA (Participations > 10 % + entreprises industrielles) Critère 3
Belgique	387	25	14	?
Danemark	40	3	3	6
France	238	28	22	24
Allemagne	137	10	9	>11
Royaume-Uni	149	7	7	44
Grèce	10	0	0	8
Irlande	21	2	2	4
Italie	81	6	4	±30
Luxembourg	70	2	1	4
Pays-Bas	753	25	13	12
Portugal	26	5	4	14
Espagne	95	8	6	28
Total de l'UEM	2007	121	85	185
Entreprises Hors-UEM	523	20	18	?
Total Général	2530	141	103	?

Source : CEA (1993) et Erasmus Finance and Insurance Centre (1995).

Le tableau 1 indique la présence de 121 institutions (critère 1), appartenant à 85 groupes différents (critère 2). Les pays où les conglomérats sont les plus présents sont : la France, les Pays-Bas, et la Belgique. Si l'on élargit le champ d'analyse au troisième critère (CEA), le nombre des conglomérats européens passe alors à 185 (sans la Belgique), résultat fidèle à la définition retenue par le groupe tripartite de la BRI [1995] (Les conglomérats sont un groupe d'entreprises dont l'une au moins est placée sous la tutelle d'un superviseur bancaire). Les conglomérats représentent donc une proportion significative des institutions financières et d'assurances européennes (environ 10 %).

### *Quelle est l'origine des conglomérats financiers ?*

Les conglomérats ne sont pas des organisations créées *ex-nihilo* : elles ont pour origines une compagnie d'assurance, une banque, ou un holding, qui ont décidé d'opter pour la stratégie de diversification. D'une manière générale, le mouvement de conglomération est parti des

banques (Maycock [1986]) qui ont choisi d'ériger des filiales séparées pour proposer une gamme très large de services financiers (crédit à la consommation, crédit hypothécaire, ingénierie financière, SICAV, courtage en assurances, service de conseils, etc.). Une banque peut décider de prendre des parts de capital significatives dans une compagnie d'assurance. De même, une compagnie d'assurance peut choisir d'investir dans une banque (GAN-CIC), ou encore, un holding décider de diversifier ses activités vers l'assurance ou vers la banque. Par conséquent, on peut mettre en évidence les activités prédominantes des conglomérats, à partir des éléments fournis par le critère 1, selon trois niveaux de participations : 5 %, 20 % et 50 %.

Tableau 2 :  
*Détail de l'inventaire des institutions de critère 1*  
*(seuil de participation fixé à 5 %)*

Pays	Institutions concernées par le critère de typologie	Etablissements de crédit → Compagnies d'assurances	Compagnies d'assurances → Etablissements de crédit	Holding → Etablissements de crédit ou compagnies d'assurances
	Critère 1	( ) : classement	( ) : classement	
Belgique	25 (2)	8 (2)	15 (3)	2
Danemark	3	1	2	0
France	28 (1)	12 (1)	16 (2)	0
Allemagne	10 (3)	7 (3)	3	0
Royaume-Uni	7	5	2	0
Grèce	0	0	0	0
Irlande	2	1	1	0
Italie	6	4	2	0
Luxembourg	2	2	0	0
Pays-Bas	25 (2)	6 (4)	17 (1)	2
Portugal	5	3	2	0
Espagne	8	6 (4)	1	1
Total de l'UEM	121	55 (2)	61 (1)	5 (3)
Entreprises				
Hors-UEM	20	9	9	2
Total Général	141	64	70	7

199

( ) : classement. Source : Erasmus Finance and Insurance Centre [1995].

Sur 141 entreprises financières en Europe impliquées dans le capital d'autres entreprises à hauteur de 5 %, il ressort du tableau 2, que les conglomérats à dominante assurances sont les sensiblement plus nombreux en Europe que les conglomérats à dominante bancaires. En particulier, cette tendance semble confirmée par les résultats obtenus dans les pays à la tête du mouvement de conglomération : la France, la Belgique et les Pays-Bas. A l'inverse, l'Allemagne le Royaume-Uni, l'Italie, le Luxembourg, le Portugal et l'Espagne semblent traduire le phénomène inverse de détention de compagnies d'assurances par des établissements bancaires.

Pour préciser la nature des prises de participation, l'autre étape consiste à élever le seuil de capital à un niveau supérieur fixé à 20 %. En élevant le seuil de capital à 20 %, nous allons voir des formes dominantes de conglomérats (banques, assurances ou holding) laquelle des trois traduit des participations d'ordre stratégiques (de long terme) ou au contraire des participations d'un ordre différent (diversification de court terme, etc.) :

Tableau 3 :  
*Détail de l'inventaire des institutions de critère 1*  
*(seuil de participation fixé à 20 %)*

200

Pays	Institutions concernées par le critère de typologie	Etablissements de crédit → Compagnies d'assurances	Compagnies d'assurances → Etablissements de crédit	Holding → Etablissements de crédit ou compagnies d'assurances
Belgique	20 (3)	7 (2)	11 (2)	2
Danemark	3	1	2	0
France	27 (1)	12 (1)	15 (1)	0
Allemagne	7	4	3	0
Royaume-Uni	6	5	1	0
Grèce	0	0	0	0
Irlande	1	1	0	0
Italie	4	3	1	0
Luxembourg	2	2	0	0
Pays-Bas	23 (2)	6 (3)	15 (1)	2
Portugal	3	3	0	0
Espagne	8	6	1	1
Total de l'UEM	104	50 (1)	49 (2)	5 (3)
Entreprises Hors-UEM	15	6	7	2
Total Général	119	56	56	7

( ) : classement. Source : Erasmus Finance and Insurance Centre (1995).

Les résultats du tableau 3 témoignent d'une tendance fondamentale dans le mouvement de conglomération en Europe : quand on élève le seuil de participation à 20 %, les conglomérats financiers à dominante bancaires sont plus nombreux que les conglomérats à dominante assurances. Ces résultats importants, confirmés dans les pays leaders du mouvement (France, Belgique, et Pays-Bas), semblent indiquer le caractère particulier des prises de participations des banques dans les compagnies d'assurances : il s'agit du mouvement profond, guidé par des investissements à longs termes plutôt stratégiques qu'opportunistes. A l'inverse, si on élève le seuil de participations au niveau de 50 % (tableau 4 suivant), le nombre d'établissements de crédit propriétaires de plus de 50 % du capital d'une compagnie d'assurance tombe en dessous de celui des compagnies d'assurances propriétaires de plus de 50 % du capital d'un établissement de crédit (36 contre 42). Cette tendance est confirmée non seulement pour les pays leaders du mouvement (France, Belgique, Pays-Bas) mais apparaît aussi comme une tendance commune à tous les pays de l'Union Européenne.

Tableau 4 :  
*Détail de l'inventaire des institutions de critère 1*  
*(seuil de participation fixé à 50 %)*

201

Pays	Institutions concernées par le critère de typologie  Critère 1	Etablissements de crédit → Compagnies d'assurances	Compagnies d'assurances → Etablissements de crédit	Holding → Etablissements de crédit ou compagnies d'assurances
Belgique 14	4	9	1	
Danemark	3	1	2	0
France	22	9	13	0
Allemagne	2	4	0	0
Royaume-Uni	6	5	1	0
Grèce	0	0	0	0
Irlande	1	1	0	0
Italie	2	1	1	0
Luxembourg	0	0	0	0
Pays-Bas <sup>23</sup>	6	15	2	
Portugal 3	3	0	0	
Espagne 6	4	1	1	
Total de l'UEM	82	36	42	4
Entreprises Hors-UEM	11	6	7	2
Total Général	93	40	47	6

( ) : classement. Source : Erasmus Finance and Insurance Centre (1995).

### *Pourquoi les conglomérats financiers ?*

La définition des conglomérats financiers en Europe dépend des pratiques nationales, des règles gouvernant les structures de propriété des banques de chaque pays, et des activités dans lesquelles les banques peuvent être impliquées. Par exemple, les banques américaines ont élargi leurs actions à des domaines contigus de leurs activités traditionnelles (financiers ou commerciaux) à partir de l'interprétation de la législation en vigueur — le *Glass Steagle Act* en cours de démantèlement —. En même temps, les banques se sont vues interdire toutes sortes de stratégies de rapprochement du secteur des assurances (par exemple, la *Federal Reserve* interdit aux banques commerciales de posséder des compagnies d'assurances). A l'opposé, en Suisse, en Italie, en Allemagne, en France au Luxembourg et aux Pays-Bas, la législation ne fixe pas de limites particulières aux domaines d'activité couverts par les banques.

On peut considérer deux types principaux de conglomérats financiers à l'échelle internationale : les conglomérats financiers, regroupant tout une gamme de services financiers (banques, placements, assurances) ; les conglomérats mixtes regroupant des activités industrielles et commerciales, possédant au moins une entreprise parmi leurs filiales placée sous supervision bancaire et financière (ratio(s) de solvabilité, exigence de modèles de contrôle interne, ratio (s) de capitalisation, directive sur les services d'investissements (DSI), directive sur l'adéquation en capital, etc.). Ce type particulier de conglomérat combine plusieurs activités soumis à des schémas de supervision différents et peut inclure des activités financières qui échappent au régime de supervision dit « *solo* » (*leasing*, crédit à la consommation, certains produits dérivés).

Les conglomérats financiers mixtes ou de bancassurance nécessitent qu'on s'arrête sur les justifications théoriques qui tendent à expliquer leur essor et à justifier leur diversité. En effet, si on avait pu estimer que la concurrence et la globalisation des marchés pouvaient conduire les banques, les maisons de placement, et les compagnies d'assurance à adopter un modèle commun d'intégration, le modèle de conglomérat indique cependant le contraire. A l'inverse, un scénario très différent semble s'imposer : les conglomérats sont prédéterminés par des traditions nationales (forme de gouvernement d'entreprise), et, peuvent être influencés par les établissements à l'origine de leur formation ou par le secteur dominant dans la structure du holding. Par exemple, un conglomérat financier impliqué à l'origine dans le secteur bancaire donnera à la maison-mère un caractère fortement bancaire. Les filiales de la maison-mère bancaire (ou la plus importante des filiales) seront constituées de sociétés de placement et de compagnies d'assurances. A l'inverse, un



conglomérat impliqué à l'origine dans le secteur des assurances incitera la maison-mère à n'accorder qu'une place marginale aux activités de banques. Bref, le développement des conglomérats, traduit davantage une continuité des formes organisationnelles d'origine plutôt qu'une adaptation vers un modèle dominant.

### ***Le lien cash flow-effet de levier : nouvel enjeu stratégique pour les banques***

Le mouvement de consolidation de l'industrie bancaire illustré par l'augmentation du niveau de concentration des secteurs bancaires nationaux et par le rattachement des banques d'affaires aux banques déspecialisées riches en fonds propres, ou encore, par le regroupement des *cash flows* disponibles et la centralisation des fonds liquides dans une entité commune au conglomérat, sont propres à la période actuelle. Les approches traditionnelles expliquant la consolidation du secteur bancaire sont souvent discutables pour ce qui concerne les économies d'échelle et d'envergure. Pourtant, le discours sur les bien-fondés de la course à la taille critique fait partie des éléments de justification des derniers mouvements de fusions et acquisitions tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

Si l'on veut dégager les tendances les plus lourdes du mouvement de consolidation-diversification dans une finance globalisée, on est tout d'abord saisi de l'importance des facteurs contribuant à mobiliser des ressources liquides et de la capacité à engendrer des effets de levier élevés. Pour ces raisons, la tendance commune aux banques consolidées est celle de la centralisation des fonds liquides, sous contrainte d'un rendement minimum des fonds propres.

Les motifs justifiant la consolidation sont multiples : tout d'abord il faut souligner que la contrainte du rendement des fonds propres ne joue pas au moment de la fusion de deux banques, dans la mesure où, la première conséquence d'une accumulation de fonds propres est l'affaiblissement du rendement des fonds propres (*Return On Equity*), du fait de la réduction de l'effet de levier des fonds propres. Ce n'est que dans un deuxième temps, après l'apparition de dividendes, que le ROE connaît un regain de croissance. Compte tenu du délai irrégulier entre ces deux périodes, les banques peuvent au moyen du renforcement de l'effet de levier de leur bilan et de l'accélération des fusions et acquisitions, accélérer le processus d'amélioration du ROE.

L'intérêt du mouvement de consolidation réside dans la possibilité de bénéficier d'un effet de levier important dépendant du niveau des *cash flows* disponibles dans la banque. L'intérêt de cette perspective, est de justifier à la fois la tendance à la consolidation et des banques par le

rachat d'autres banques, moins riches en fonds propres, et l'émergence des conglomérats (ou différentes formes d'alliances bancaires), quand ces derniers se fixent pour objectif la mise en commun des fonds liquides. Au regard des tendances récentes - développement des marchés de produits dérivés et réveil du marché des acquisitions des banques tant en Europe qu'aux Etats-Unis - l'importance de la relation effet de levier / *cash flow* est en effet centrale. Deux approches opposées concluent cependant à une causalité inverse entre les *cash flows* et l'effet de levier :

— la théorie du signal conclue à un lien positif entre *cash-flows* et effet de levier, dans la mesure où les firmes dotées de *cash flows* importants signalent leur performance et leur qualité au travers d'un effet de levier important (Ross [1977]) ;

— à l'inverse, les approches insistant sur le rôle des anticipations suggèrent une relation négative entre le *cash-flow* et l'effet de levier (Myers et Majluf [1984], Jensen et Alii [1992]) : l'existence d'asymétries d'information implique qu'une firme de bonne qualité générera davantage de *cash-flow* internes et se trouvera en situation de demander des fonds externes dans une proportion réduite.

Si l'on établit un lien positif entre les *cash-flows* et l'effet de levier (Shernoy & Koch [1996]), les mouvements de consolidation et de conglomération se justifient du point de vue des *cash-flows* futurs escomptés et du risque engendré par la banque ou le conglomérat. En effet, dans le cas des banques l'enjeu réside dans le pouvoir qu'ont ces institutions de lever des masses importantes de fonds liquides tout en minimisant l'apport de *cash-flows* non rémunérés. Etant donné la difficulté de constituer des *cash-flows*, deux solutions sont alors envisageables :

— la fusion de deux banques et l'accumulation des fonds propres des deux banques, et tout particulièrement les fonds propres excédentaires ;

— la gestion en commun (ou *cash pooling*) des *cash-flows* dans une entité — par exemple un département de trésorerie — commune d'un conglomérat.

Au moment de la décision d'acquisition d'une banque ou de la fusion de plusieurs banques, l'un des enjeux concerne l'évaluation du bilan (actifs et engagements) et de la possibilité de générer des *cash-flows* futurs. Dans le cas du rachat d'une banque spécialisée sur les marchés de produits dérivés par une banque commerciale ou une banque universelle, l'évaluation des revenus générés par ces opérations (activités hors-bilan et activités générant des commissions) est décisive, dans la mesure où elles occasionnent des sources de croissance de l'activité bancaire importantes.

### ***Les fusions et les acquisitions justifiées par les cash flows et l'effet de levier***

Plusieurs méthodes sont utilisées sur l'évaluation de la valeur future des *cash-flows* :

— des approches centrées sur l'évaluation du bilan (actifs - engagements), reprises par le *Financial Accounting Standards Boards* dans la méthode de *Discounted Cash Flow* (DCF). Cette méthode considère les flux des *cash-flows* futurs en leur affectant une valeur de marché. Les principaux éléments considérés dans l'approche DCF sont les revenus ajustés de la banque et simulés pendant cinq ans à un taux de croissance constant, et l'utilisation d'un taux d'actualisation. Malgré les avantages de cette méthode, l'utilisation d'un taux d'actualisation se fait quelle que soit la structure financière de la banque alors que l'une des caractéristiques importantes des banques actuelles est de financer des actifs avec très peu de fonds propres permanents et d'engagements à très court terme (dépôts et fonds liquides de court terme). Enfin, l'utilisation d'un taux de croissance constant du revenu de la banque, n'est valable que pour une répartition des activités constante (sans modification des contributions relatives des activités de banque et de négoce par exemple) ;

— des approches axées sur l'évaluation de la capitalisation boursière des banques au moyen du P/E ratio (*Price Earning Ratio*). Dans un premier temps, cette méthode s'appuie sur une comparaison de la valeur des actions de la banque ciblée à une banque cotée équivalente. Dans un deuxième temps, elle propose la détermination du ratio P/E de la banque ciblée. Enfin, dans un troisième temps, cette méthode propose de multiplier les revenus de la banque par le ratio P/E. Comme sa précédente, cette méthode est également très discutable : l'évaluation d'une banque non cotée n'est pas évidente, dans la mesure où l'illiquidité de ses actifs introduit un biais favorable à leur surestimation. Par ailleurs, la comparaison d'une banque à une autre banque cotée n'est pas sans poser problème, dans la mesure où des différences existent tant sur le plan de la compétitivité hors-prix que de la qualité du management ;

— enfin, la méthode dite « *Adjusted Book Value* » tente de compenser les écarts possibles entre la valeur boursière de la banque et sa valeur de marché en éliminant les actifs intangibles, et les provisions pour pertes sur prêts. Le principal inconvénient de cette méthode est, d'une part, de négliger l'impact de l'évolution des taux d'intérêt sur la valeur des prêts, et, d'autre part, de ne pas incorporer le portefeuille des dépôts. Enfin, comme les méthodes précédentes, cette méthode néglige l'évaluation des positions hors-bilan et des activités sur commissions.

D'une façon générale, ces méthodes sous-estiment l'importance des

activités hors-bilan et l'importance du lien *cash flow*/effet de levier. En centrant leurs analyses sur le total des actifs des banques, ces approches minorent les activités hors-bilan alors que celles-ci représentent pour l'ensemble de l'industrie bancaire américaine en 1993 près de 217 % du total des actifs des banques (Johnson H.J [1995]), et 218.7 % du total du bilan des banques françaises en 1993<sup>1</sup>, concentrées sur quelques larges banques d'ampleur internationale.

### *Les conglomérats financiers : l'organisation de la centralisation des cash flows*

L'originalité du modèle de diversification de conglomérat financier est d'apparaître comme une réponse plus flexible à la lourdeur organisationnelle des banques universelles traditionnelles. L'idée motrice du conglomérat repose sur le paradoxe suivant : les bénéfices de la création d'un conglomérat financier tiennent à l'apparition d'économies d'envergure ou de gamme d'autant plus élevées que le conglomérat n'est pas intégré au niveau des procédures de décisions internes. En effet, ce n'est pas tant le niveau d'intégration des activités qui importe mais la vitesse d'adaptation de l'organisation à la variabilité de la demande de leur clientèle. A l'opposé, dans le cas de la banque universelle, l'ajustement se fait au niveau des modes de décisions internes et par la modification de la centralisation/décentralisation du couple incitation/coordination. La possibilité de transformer la structure décisionnelle interne est un processus adaptatif plus lent, qui peut révéler *in fine* des formes de déséconomies de management importantes (intransférabilité de certains actifs, conflit entre différents niveaux du management etc.).

A l'inverse, le modèle du conglomérat financier s'inscrit dans une démarche axée sur la flexibilité organisationnelle, la vitesse d'adaptation, et la possibilité d'impulser une dynamique innovante plus importante. L'idée du conglomérat repose sur l'exploitation d'un réseau désinternalisé, qui mobilise le bien collectif réseau à chaque fois qu'une réponse organisationnelle traditionnelle (banque universelle) rencontre un obstacle d'ordre bureaucratique, réglementaire, et d'ordre de l'enjeu de pouvoir (actionnaires).

En même temps, le conglomérat est une synthèse organisationnelle flexible aux deux tendances contradictoires suivantes : le « *refocusing* » ou recentrage et la diversification. Face aux demandes émanant de clients mettant les banques (de dépôts ou d'investissement) en concurrence, par exemple, sur la place financière de Londres, l'enjeu devient celui de l'acquisition du meilleur réseau de compétences et d'expertise pour proposer ponctuellement le meilleur service financier. Ce réseau

1. Cf. Commission Bancaire [1994].

de compétences se limite d'après Hinterhuber [1994] à des équipes réduites (de 30 à 200 employés) fonctionnant comme un réseau plus ou moins fermé, coordonnées par un serveur, et pouvant réagir promptement à une modification de l'environnement. Par rapport aux réseaux traditionnels de banques universelles, cette forme de réseau repose sur la vitesse d'adaptation, la taille réduite, et une plus grande flexibilité. Par ailleurs, à l'inverse des réseaux traditionnels où l'on observe une augmentation de l'utilité du consommateur individuel à chaque fois que le réseau est utilisé par davantage d'utilisateurs, le réseau ponctuel et focalisé tire son efficacité du nombre réduit d'utilisateurs.

L'autre avantage du réseau réduit est d'être une structure facilement réversible et divisible : en effet, en cas de démembrement (sous l'action d'un raideur) un réseau de ce type est plus facilement divisible qu'un réseau plus intégré. En revanche, un réseau plus intégré verra son efficacité organisationnelle globale plus affectée si une des composantes devait se séparer du réseau. Dans la perspective de la levée des derniers obstacles aux mouvements de fusions et d'acquisitions du secteur bancaire européen (66<sup>ème</sup> rapport de la BRI, juin 1996), l'argument de la réversibilité organisationnelle est un facteur d'intégration puissant des mouvements de recomposition du paysage bancaire européen et français. En effet, les effets de recomposition du paysage bancaire français seront d'autant plus faciles que les entités cédées et rachetées, ne nuiront pas d'une part, à la stabilité globale de l'entreprise ciblée, et d'autre part, constitueront réellement une source de profitabilité réelle pour l'acheteur. De ce point de vue, et compte tenu des liens organisationnels forts existant entre des entités complémentaires, le risque est de voir des établissements de crédit céder des filiales rentables (pour respecter le ratio de solvabilité) et de ne reposer sur des activités moins rentables.

Si la formule d'organisations virtuelles<sup>2</sup> constitue potentiellement une tentative de réponse organisationnelle prometteuse, plusieurs limites réduisent l'intérêt de cette solution. Comme le souligne Stafford [1994], les motivations des acteurs participant à une organisation virtuelle - par nature courttermistes - peuvent entrer en conflit avec les performances réelles de l'organisation : quel que soit le réseau mobilisé, les effets de synergies ne se révèlent pas au terme d'une seule séquence de partenariat au sein du réseau de compétences. L'apparition d'un profit immédiat n'est possible que pour certains types de produits (au

2. Le concept d'organisation virtuelle est un concept souvent proposé par des cabinets de conseil en organisation, reposant sur l'idée de la mobilisation par une organisation leader d'un réseau de compétences sans lien en capitaux, pour fournir une prestation industrielle ou financière à un ou plusieurs clients, de façon ponctuelle. Intervention du cabinet KPMG-Amsterdam « Virtual organisation » au Colloque intitulé « From Bancassurance & Assurfinance - Towards Allfinance », European Finance Convention, Center of Competence on Financial Conglomerates, 19 et 20 mars 1996, Bruxelles.

cycle de vie très court par exemple) incompatibles avec la construction progressive d'une relation de clientèle traditionnelle.

Enfin, la mobilisation de ce type de réseau pose la question des coûts de transaction associés à la recherche d'un partenaire efficace et réellement complémentaire (problème de la double compatibilité des besoins). De ce point de vue, il est à craindre que les entités leaders des organisations virtuelles soient tentées de consacrer un temps de recherche du partenaire idéal important au détriment de la surveillance de leur propre organisation (Moss Kanter [1994]).

Ces derniers éléments tendent à prouver que le rapport entre le total du bilan (et encore moins les actifs) et le montant des produits dérivés et plus généralement le hors bilan, ne justifie pas la tendance à la consolidation et à la concentration du point de vue d'une course à la taille critique. L'important est l'évaluation que font les banques des cash flows futurs générés par une acquisition ou par une fusion de deux banques et de l'impact que cela produit sur l'ampleur de l'effet de levier de la nouvelle entité. Par ailleurs, cette recherche de *cash flows* traduit également l'importance de la notion de contrainte de *cash flow*. Pour les banques, il est moins coûteux de lever des masses de fonds liquides de façon interne plutôt que de façon externe (Stiglitz et Weiss [1981], Bernanke et Gertler [1990], Greenwald et Stiglitz [1990], Calomiris et Hubbard [1990]). La contrainte des *cash flows* augmente la sensibilité des investissements aux changements des revenus de la firme (notion d'accélérateur financier) et rend les investissements plus volatiles que ce que la théorie standard néoclassique (modèle de l'accélérateur-flexible) ne le laisse présager.

L'enjeu pour les banques est d'augmenter leurs *cash flows* disponibles en surplus (« *buffer stock* ») pour réduire les coûts de la finance externe et dépendre moins d'une plus grande sensibilité des *cash-flows*. C'est au travers la capacité qu'ont les banques de lever à faible coût des masses de fonds liquides importantes sur les marchés de gros de l'argent que l'argument des *cash flows* et de l'effet de levier prend toute sa signification. Les banques faiblement dotées en cash flows sont obligées de réduire leur taille et l'ampleur de leur activité étant donné que l'accès au marché des fonds liquides se réduit également. La réduction de l'accès au marché de fonds liquides conjuguée à la plus grande sensibilité des *cash flows* de l'entreprise face à des chocs externes, confirment également que les banques sont contraintes par leur effet de levier sur ces marchés. La réduction des *cash flows* exprime également la réduction du pouvoir d'emprunt futur conféré par l'amplitude de l'effet de levier.

***Le conglomérat financier : renforcer l'effet de levier des fonds propres au détriment de la transparence du gouvernement d'entreprise***

*Un modèle tendant à favoriser l'endettement et le double comptage des fonds propres*

En plus des justifications avancées précédemment, l'essor des conglomérats financiers en Europe s'explique aussi par le double objectif consistant d'une part, à faciliter l'endettement par le groupe lui-même, et, d'autre part, à alléger la contrainte de solvabilité en pratiquant le double comptage des fonds propres. En effet, presque mécaniquement, les expositions intra-groupe apparaissent dès lors que se constituent des liens entre les différentes parties d'un même groupe (par exemple une compagnie d'assurance-vie détient à son actif des Titres de Créances Négociables émis par la banque du même groupe ; deux banques ont des relations de trésorerie importantes alors qu'elles appartiennent toutes les deux à un même groupe). Les expositions intra-groupe dépendent de la taille et de la nature des expositions impliquées, et de la solidité financière des compagnies du groupe envers lesquelles l'entité régulée est exposée. Ces expositions intra-groupe comprennent pour leurs formes les plus transparentes, des crédits ou des lignes de crédits accordés par la maison-mère à une filiale, ou distribués entre filiales elles-mêmes. Elles peuvent également comprendre les échanges de participations croisées, les opérations de transactions au cours desquelles une entité du groupe échange ou intervient pour le compte d'une autre entité. Il peut également s'agir de regroupement et de centralisation de la gestion de la trésorerie de court terme, ou de garanties et d'engagements fournis ou à recevoir d'une autre entité du groupe. Les risques sous-jacents aux expositions intra-groupe, concernent à la fois des tensions sur la liquidité du groupe, que des problèmes de solvabilité pour l'ensemble du groupe. Par exemple, si une compagnie d'assurance-vie décide de déposer ses primes d'assurances en dépôt dans sa maison-mère bancaire, le risque d'exposition intra-groupe n'apparaît pas de façon évidente pour les superviseurs (cela n'apparaît pas dans le résultat consolidé du conglomérat).

L'accès plus aisé à l'endettement au sein du conglomérat se traduit alors par de larges expositions au niveau du groupe lui-même. En effet, si les banques sont soumises à des contraintes réglementaires précises (au niveau européen, la directive sur les grands risques fixe à 25 % le montant maximum des fonds propres que l'on peut mobiliser sur un même client ou groupe de clients), le secteur des assurances ne traite pas ce type de risque de la même manière. Les compagnies d'assurance doivent avant toute chose veiller à diversifier leurs actifs, et obéir à des

règles de capitalisation destinées à diversifier leurs actifs. En Europe, les compagnies d'assurance ne peuvent détenir pour une même exposition plus qu'un pourcentage (variant selon la nature du risque de la contrepartie) spécifié de leurs actifs couverts par leurs provisions techniques (ou provisions mathématiques). Pourtant à l'exception des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada et de l'Allemagne, il n'y a pas de limite opératoire pour les actifs libres (non soumis aux provisions techniques), alors même que les règles de diversification des actifs destinés aux provisions techniques sont souvent dissociées des fonds propres de l'entreprise. Par exemple dans l'assurance (exception faite de l'assurance-vie), les actifs libres peuvent représenter pour près de 50 % des actifs couverts par des provisions techniques, si bien qu'en théorie, il est tout à fait possible qu'une compagnie d'assurance fasse des investissements sur une même contrepartie supérieurs à 100 % de ses fonds propres. Dès lors, dans le cas des conglomérats mixtes offrant des services financiers et industriels, les difficultés rencontrées par la société industrielle peuvent entraîner une crise de solvabilité et de liquidité de la filiale bancaire du groupe par l'effet conjugué suivant : d'une part, une crise de confiance des déposants ; d'autre part, l'incapacité de la filiale industrielle à honorer ses engagements vis-à-vis de la banque filiale, malgré la réglementation en vigueur (règle de division des grands risques qui limite à 25 % des fonds propres sur une même contrepartie). En effet, si la filiale bancaire du groupe (soumise aux ratios de solvabilité bancaire) estime que les créances qu'elle détient sur d'autres entités du groupe ne seront pas honorées, elle peut décider de demander un remboursement anticipé de ses créances, ou au contraire décider d'accorder un crédit additionnel pour permettre au groupe en difficulté de sortir progressivement de l'impasse.

Si le conglomérat financier tend à contourner les obstacles réglementaires à l'endettement excessif, cela tient aussi à l'opacité des modalités qui concourent à la détermination des ratios de solvabilité et des éléments entrant dans la détermination des fonds propres. En effet, même si les entités respectent pour chacune d'entre elles les normes de solvabilité et les directives de chaque secteur, le respect des normes peut être atteint par addition des fonds propres, donnant ainsi des ratios de solvabilité faussement élevés. Une telle situation peut se produire si les mêmes fonds propres servent en même temps de stock régulateur (« *Buffer stock* ») dans plus d'une entité du groupe, en étant comptés une fois comme fonds propres de la maison-mère et fonds propres d'une filiale (comme entre filiales elles-mêmes). Par ailleurs, le double comptage des fonds propres peut avoir pour origine la situation où une maison-mère bancaire émet des dettes en diminuant le revenu net des actions. Dans ces circonstances, le besoin de rémunérer la dette peut



s'avérer être une source potentielle de risque pour la filiale ou pour le groupe lui-même. Enfin, le double comptage des fonds propres peut intervenir si la partie du groupe régulée a suffisamment de capitaux, mais si l'envergure des risques des activités des entités non régulées rendent les fonds propres du conglomérat insuffisants. Les conséquences de ces distorsions volontaires ou mécaniques sont multiples : elles contribuent d'une part, à produire des ratios de solvabilité de la banque anormalement élevés ; elles tendent d'autre part, à inciter les managers à estimer (à tort) posséder une marge de manoeuvre importante ; enfin, les managers peuvent être tentés d'accorder des fonds supplémentaires aux différentes entités du groupe, au lieu de constituer des provisions contracycliques.

Compte tenu de l'importance des normes de solvabilité et de fonds propres, le conglomérat comporte le risque de construire son organisation interne dans le seul objectif de faire de l'arbitrage à la baisse entre les réglementations nationales et les réglementations propres à chaque secteur d'activité. En effet, le conglomérat peut juger utile de remplacer certaines activités par d'autres (peu coûteuses en fonds propres) pour profiter de régimes prudentiels plus souples, ou se soustraire à toutes formes de supervisions en transférant les activités d'une entité régulée vers une entité non régulée. Ce risque de *dumping* prudentiel peut être renforcé par l'effet d'aléa moral lié à la supervision d'une entité parmi d'autres non régulées. Ce phénomène d'aléa moral vient de l'effet de la supervision implicite des entités non régulées par le superviseur dans l'objectif de compléter sa vision de l'entité supervisée. Le risque est qu'en complétant son information auprès d'entités non régulées, le superviseur fasse comme si celles-ci l'étaient, même si la supervision est en fait informelle. Cette croyance peut en retour inciter les managers ou les actionnaires de ces entités non régulées à prendre des risques qu'ils n'auraient pas pris par ailleurs, en investissant dans des projets non observables par le superviseur.

211

*Le modèle de gouvernement des conglomérats : opacité et codépendance des actionnaires*

La possibilité de s'endetter dans des proportions plus importantes et de compter des fonds propres en excès posent la question du gouvernement des conglomérats financiers. Traditionnellement, la littérature bancaire retient deux types de conflit d'agence : entre actionnaires et créanciers d'une part, dans la mesure où les actionnaires bénéficient du principe de responsabilité limitée au détriment des créanciers ; entre actionnaires et managers, tant il est vrai que l'opacité, la complexité et la taille contribuent à inciter les managers à mener des stratégies privilégiant leurs intérêts particuliers (Berles et Means [1932], Jensen et Meckling

[1976]), par ailleurs illustrées par la tendance à l'enracinement<sup>3</sup> des managers (Shleifer et Whisny [1989], Williamson [1985]) pour les raisons suivantes :

— le conglomérat lève la dépendance du manager vis-à-vis d'un segment de marché donné, ou des opportunités technologiques propres à un produit ;

— le conglomérat offre à ses managers des perspectives d'évolution interne entre différents secteurs, qu'une firme spécialisée ne pourrait fournir : la carrière du manager ne dépend pas des aléas d'un seul secteur ;

— la diversification permet au manager de compenser les différences de rentabilité des fonds propres entre secteurs.

Le conglomérat apparaît à double titre comme un modèle de gouvernement particulier, dans la mesure où on ne peut traiter séparément le conflit d'agence entre les créanciers et les actionnaires du conflit d'agence entre les managers et les actionnaires. En effet, par la possibilité de fortes expositions intra-groupe et le double comptage des fonds propres, le conglomérat cumule les conflits d'agence potentiels plutôt que de les compenser. Pour l'essentiel, ce résultat s'explique par la confusion entre les créanciers et les actionnaires, qui modifie largement le profil du gouvernement des conglomérats financiers. En d'autres termes, on ne peut analyser le gouvernement des conglomérats financiers en faisant la distinction entre d'une part, la structure de la propriété, et d'autre part, le niveau d'exposition supporté par les créanciers (DeYoung et Alii [1996]).

Si l'on considère qu'un conglomérat concentre plus de risques que la simple addition des risques générés par chacune des entités qui le composent, le niveau d'endettement généré par le conglomérat dans son ensemble rejoint le problème du conflit d'agence entre les managers et les actionnaires. Le résultat est que la valeur de la « franchise bancaire »<sup>4</sup> du conglomérat dépasse celle de la maison-mère — ou filiale — bancaire, si bien que les intérêts respectifs des managers et des actionnaires auraient théoriquement tendances à converger (Demsetz et Alii [1997]). En effet, le niveau élevé de la franchise bancaire - justifié par un niveau de profits potentiels plus importants par la diversification - tend à augmenter le coût de faillite du conglomérat. Qui plus est, le coût de faillite imputable à la valeur de la franchise bancaire est majoré par les effets de contagions issus du levier de l'endettement intra-groupe et des phénomènes de réputations. Dans cette perspective, les institutions dépendantes du niveau de confiance accordé par le marché tant au

3. L'hypothèse de l'enracinement suggère que les managers mettent en place des dispositifs organisationnels destinés à se protéger de l'ingérence des blocs de contrôle, dès lors que la structure de propriété de l'entreprise et la structure de direction divergent.

4. Demsetz, Saindenberg, Strahan [1996] définissent la « franchise bancaire » comme « la valeur présente des profits futurs qu'une firme compte accumuler ».

moment de la recherche de financement qu'à l'occasion d'échanges de titres et d'opérations de négoce, s'exposent à la défaillance d'une de leurs entités, et, à la suite, à un double mouvement de défiance des déposants et des clients sur les marchés de la liquidité bancaire. La bonne réputation d'une des composantes du conglomérat peut s'altérer et mener à une crise de liquidité qui peut s'étendre aux institutions robustes, alors contraintes de se démarquer de l'entité en difficulté. Malheureusement, il est souvent être trop tard pour cette institution dans la mesure où le marché a déjà estimé - par autoréalisation - que la solvabilité de l'entité robuste est déjà affectée.

A ce point de développement de notre analyse, il faut cependant préciser deux cas polaires :

— les cas où les actionnaires et les managers des conglomérats tendent à aligner leurs intérêts respectifs, traduisant ainsi une réduction de l'intensité du conflit d'agence ;

— les situations où, ce n'est pas tant la valeur de la « franchise bancaire » des conglomérats qui incitent les managers et les actionnaires à rapprocher leurs points de vue, mais d'autres motivations (protection contre une prise de contrôle externe, codépendance des actionnaires).

Dans ce deuxième cas de figure, le conglomérat financier permet de remplir plusieurs objectifs simultanés : protéger le manager de l'ingérence de la partie contrôlante ; éloigner le risque d'une prise de contrôle externe non souhaitée par le manager et les actionnaires déjà présents ; alléger la contrainte en fonds propres « *prudentiellement* » nécessaires (en particulier les fonds propres durs). D'une façon générale, le dirigeant du conglomérat aura tout intérêt à augmenter le niveau d'endettement de l'entreprise, dans l'objectif de réduire au minimum les gains espérés d'une prise de contrôle non souhaitée. Le niveau de l'endettement se traduit alors par un transfert de richesse de l'entreprise à l'origine de la prise de contrôle vers les créanciers et finalement les actionnaires du conglomérat (qui se confondent souvent avec les créanciers). Toute la difficulté du conglomérat consiste à construire une structure financière dissuasive (du point de vue du raider), sans pour autant nuire à la solvabilité globale du conglomérat. Ce résultat est rendu possible par le cumul de l'effet de l'endettement et du double comptage des fonds propres. Le point de limite de cette solution est atteint lorsque les niveaux d'endettement dépassent les capacités de remboursement du groupe dans son ensemble, se soldant alors par la cession totale ou partielle d'actifs du conglomérat (souvent les plus rentables), au détriment du reste des actifs, victimes d'une décote plus ou moins importante.

La construction d'une structure conglomérale répond donc en partie aux divergences de préférences de structures financières des entreprises

entre d'un côté, des managers dont l'objectif est de se maintenir à la tête de l'entreprise (ou à la direction d'une des entités du groupe), et de l'autre, certains actionnaires du conglomerat dont l'objectif principal n'est pas de mettre en place une stratégie de « désenracinement » des managers. Pour ces derniers, il s'agit d'une part, de diversifier le risque des fonds propres, et, d'autre part, de « boucler » l'actionnariat par des procédures de participations croisées peu coûteuses en fonds propres. Si l'existence de participations croisées au sein d'une structure conglomerante coïncide généralement avec un niveau de concentration élevé de l'actionnariat, pour autant, elles ne constituent pas une solution au problème de « *free riding* » rencontré entre petits actionnaires. Au contraire, les participations croisées créent des liens de codépendance qui rendent la « trahison » d'un des actionnaires trop coûteuse. En effet, que se passerait-il si l'actionnaire principal d'une banque — une compagnie d'assurance — cédait sa participation à un raideur, et qu'à la suite, la banque demandait un remboursement anticipé du prêt octroyé à l'assureur sur la base de ses informations privilégiées ?

Pour le manager, on voit que le conglomerat sert ses intérêts par le biais de trois leviers principaux : le levier de l'endettement protège lui et les actionnaires de la prise de contrôle externe ; le levier du double comptage des fonds propres permet d'économiser des capitaux en les allouant, pour leurs fractions excédentaires, au sein de toute l'entité ; enfin, l'effet combiné des deux premiers leviers (le double comptage des fonds propres et l'endettement élevé au niveau du groupe) constitue le troisième levier du conglomerat. On comprend alors, qu'en présence d'un effet de levier des fonds propres important, le conglomerat puisse se satisfaire d'un niveau de rentabilité des fonds propres relativement modeste. Ce résultat paradoxal (on pourrait en effet s'attendre à ce que les actionnaires perçoivent en contrepartie du risque supporté par les capitaux propres un rendement des fonds propres élevé) n'est possible que par la présence d'actionnaires concentrés à côté d'actionnaires dispersés. Il en résulte qu'en raison du pouvoir d'influence limité des actionnaires minoritaires, les managers et les actionnaires principaux du conglomerat profitent d'un transfert de richesse à leur profit (l'avantage s'exprime davantage pour ces actionnaires, par un maintien des liens capitalistiques au sein du conglomerat).

L'hypothèse de l'enracinement dans le cas des conglomerats est d'autant plus plausible que le marché du contrôle ne constitue pas un argument suffisant pour modifier l'attitude des managers (Servaes [1991]<sup>5</sup>, Agrawal et Alii [1992]<sup>6</sup>). Le conglomerat s'appuie sur

5. Servaes H. [1991], constate que les actionnaires initiateurs d'offres publiques seraient en moyenne perdant (-3.4 % en moyenne de rentabilité ajustée à la date d'annonce).

6. Agrawal A., Jaffre E.J., Mandelker [1992], confirment une perte moyenne d'environ 10 % sur cinq années suivant une offre publique.

l'inefficience du marché du contrôle et des stratégies d'enracinement des managers (diversification) qui en font une structure d'autorenforcement de l'inertie de l'équilibre des intérêts économiques entre actionnaires principaux, les créanciers et les managers. Par le biais de la stratégie de diversification et de la mauvaise lecture de la performance des dirigeants, le raideur ne va en fait capturer qu'une fraction des gains générés par la prise de contrôle. Cette perte d'efficience peut provenir d'un phénomène classique de « *free riding* » entre actionnaires qui peut mener le raideur à faire une offre d'achat excessive. Au lieu d'éliminer le « *free riding* » entre actionnaires, l'existence de participations croisées et de blocs d'actionnaires importants détériorent l'efficience du marché du contrôle et la profitabilité de la prise de contrôle.

Le conglomérat apparaît également comme une solution idéale pour ce qui concerne la menace de l'émission d'actions nouvelles pour le manager en place. En effet, depuis Donaldson [1961], il a été démontré que les managers sont réticents face à une émission d'actions nouvelles bien que ces derniers auraient *a priori* torts de ne pas l'accepter pour alléger la contrainte de la dette ou pour renforcer les fonds propres de l'entreprise. En effet, si l'objectif des managers n'est pas la maximisation de la valeur des actions pour les actionnaires déjà présents, l'émission d'actions nouvelles peut mener à une amélioration de la profitabilité de l'entreprise qui peut rendre la prise de contrôle externe et le remplacement du manager plus probables. De ce point de vue, le conglomérat permet aux managers d'une part, de ne pas supporter le coût de l'émission de nouvelles actions, et d'autre part, de respecter les normes de solvabilité en procédant à l'addition des fonds propres des différentes entités, tout en préservant sa position (son enracinement) à l'intérieur du conglomérat. Le point de limite de cette solution organisationnelle, tient à une comparaison entre la performance individuelle d'une entité (par exemple, le rendement des fonds propres espéré d'une banque) au coût anticipé de la rupture avec les autres entités du conglomérat (rupture de liens de capitaux propres, entrée de nouveaux actionnaires, mise en relief de la performance de l'entité sortie de la performance globale du conglomérat). Si le coût de la rupture des liens capitalistiques est inférieur aux gains espérés ailleurs que dans le conglomérat, l'existence de ce dernier est alors menacée par ses propres membres.

Quoi qu'il en soit, le gouvernement du conglomérat apparaît fondamentalement comme étant en situation d'équilibre bicéphale instable, entre d'un côté la tendance à l'enracinement des managers et de l'autre le rôle de la structure de propriété dominée par des actionnaires de référence, qui concentrent sur eux toute la structure d'incitation des managers par le biais du double comptage des fonds propres. Dès lors, si la valeur de la franchise bancaire du conglomérat dépasse les profits et

les pertes potentiels de la seule entité bancaire, contrairement à l'hypothèse de Demestz et Alii [1996], les managers peuvent être incités à prendre d'avantage de risque alors même que la structure de propriété est plus concentrée, ce qui en principe serait plus favorable aux parties contrôlantes.

Dans cet article, nous avons choisis de mobiliser une combinaison de justifications théoriques pour rendre compte de l'émergence des conglomérats financiers en Europe. Le résultat est que leur développement s'explique par trois principaux motifs : tout d'abord, un motif d'ordre stratégique (la recherche de flexibilité organisationnelle ; la « capture » des *cash-flows*). Ensuite, un motif d'ordre opportuniste (l'arbitrage au moins-disant réglementaire ; le double comptage des fonds propres). Enfin, un motif d'ordre organisationnel et structurel, tenant aux traditions capitalistiques et aux formes de sanction par le marché des entreprises et des managers, dont on peut souligner qu'ils dépendent pour le secteur bancaire en particulier de la valeur de la franchise bancaire (plus la valeur de la franchise bancaire est élevée, moins l'ingérence des actionnaires dans les banques est efficace)<sup>7</sup>. Pour ces raisons, les efforts de réglementation prudentielle doivent en priorité s'orienter vers les méthodes de consolidation des fonds propres et la surveillance étroite des crédits intra-groupe. Ces efforts semblent d'autant plus nécessaires que d'une part, la solution des « murs de Chine » entre secteur de la banque, de la finance et de l'assurance n'est plus envisagée, et que d'autre part, le niveau de concentration et de conglomération tend au contraire à augmenter tant en France qu'en Europe.

---

7. Demestz et Alii [1997].

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M, Scialom L [1997], « Intégration financière en Europe, nouveaux risques et politique prudentielle », *Commissariat général du Plan*, février.
- Agrawal A., Jaffre E.J., Mandelker [1992], confirment une perte moyenne d'environ 10 % sur cinq années suivant une offre publique. « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms : A Re-examination of an Anomaly », *Journal of Finance*, Vol 47, n° 4, pp. 1605-1621.
- Banque des Règlements Internationaux [1995], « *The supervision of financials conglomerates* », Banque des Règlements Internationaux [1996], 66 ème rapport annuel, Juin, Bâle.
- Bernanke B.S, Gertler M. [1990], « Financial Fragility and Economic Performance », *Quarterly Journal of Economics*, n° 104, février, pp.87-114.
- Calomiris C.W, Hubbard G. [1990], « Firm Heterogeneity, Internal Finance, and Credit Rationing », *Economic Journal* n° 100, mars, pp.90-104.
- Comité Européens des Assurances, Numéro Spécial n° 1, « Financial Conglomerates », Juillet 1993.
- Commission Bancaire [1994], Rapport Annuel.
- Commissariat général du Plan [1996], « Le système bancaire français », octobre.
- Demsetz R.S., Saidenberg M.R., Strahan P. [1996], « Banks with something to lose : The Disciplinary role of Franchise Value ». *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, oct., vol. 2, n° 2, pp. 1-14.
- Demsetz R.S, Saidenberg M.R, Strahan P.H [1997], « Agency problems and risk taking at banks », *Federal Reserve Bank of New York, Research Paper No. 9709*, mars.
- Dewatripont M., Tirole J. [1994], « The prudential regulation of banks », *Cambridge, MA, : MIT Press*.
- Dupuy C, Morin F, [1993], « Le coeur financier européen », *Economica*, Paris. »
- Greenwald B., Stiglitz J.E [1990], « Macroeconomic Models with equity and Credit rationing », in : R.G. Hubbard eds, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. Chicago : University of Chicago Press*, pp.15-42.
- Hart O., Moore J. [1995], « Debt and Seniority : An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management », *American Economic Review*, Juin, Vol 85 n° 3, pp. 567-85.
- Hinterhuber H.H [1994], « Strategic Networks - The organization of the future », *Long Range Planning*, vol n° 27, n° 3, pp. 43-53.
- Israel R. [1991], « Capital Structure and the Market for Corporate control : The Defensive Role of Debt Financing », *Journal of Finance*, vol 46, pp. 1391-1409.
- Jensen G, Solberg D, Zorn [1992], « Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* n° 27, pp. 247-263.
- Johnson H.J [1995], « Bank Mergers, Acquisitions & Strategic Alliances », *BankLine Publication-New York*, 279 pages.
- Maycock J. [1986], « Financial conglomerates », *Gower Studies in Finance and Investment*, University Press Cambridge.
- Minsky H.P [1972], « Financial Instability Revisited : The Economics of Disaster », *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, n° 3, juin, pp. 95-136.

- Moss Kanter M. [1994], « Collaborative Advantage : the Art of Alliance », *Harvard Business Review*, Juillet-Août, pp. 96-108.
- Myers S, Majluf N [1984], « Corporate Financing and Investment decisions when Firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics* n° 13, pp. 187-221.
- Novaes W., Zingales L [1995], « Financial Distress as a Collapse of Incentives », *mimeo, University of Chicago*.
- OCDE [1993], « Les Conglomérats Financiers ».
- Ross S [1977], « The determination of the Financial Structure : The incensitive-signalling approach » *Bell Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26, pp. 23-40.
- Servaes H. [1991], « Tobin Q and the Gains from Takeovers », *Journal of Finance*, Vol 46, n° 1, pp. 409-420.
- Sessin T. [1997], « Organisation de la confiance par les banques et développement du contrôle prudentiel en Europe », Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Paris X Nanterre, janvier.
- Shenoy C., Koch P.D [1996], « The Firm's leverage-cash flow relationship », *Journal of Empirical Finance*, 2, pp. 307-331.
- Shleifer A, Vishny R.W [1989], « Management entrenchment : the case of manager specific investments », *Journal of Financial Economics*, Vol. 25.
- Stafford E.R. [1994], « Using Co-operative Strategies to Make Alliances Work », *Long Range Plannig*, vol n° 27, n° 3, pp. 64-74.
- Stiglitz J.E, Weiss A. [1981], « Credit rationing in markets with imperfect information », *American Economic Review*, 71, pp. 393-410.
- Van den Berghe L. [1995], « *Financial Conglomerates, New Rules for News Players* », Kluwer Academic Publishers.
- Williamson O. E [1985], « *The Economic Institutions of Capitalism : Firms, Markets, Relational Contracting* », New York : Free Press.