

# Concentration de la propriété et concurrence sur le marché bancaire

*Alexandra Lai et Raphael Solomon\**

**L**es restrictions encadrant la structure de l'actionnariat des banques limitent-elles la concurrence? Cette question intéresse une bonne cinquantaine de pays — dont le Canada — qui plafonnent la participation des particuliers et des sociétés dans le capital-actions des banques ou soumettent les gros actionnaires à la supervision des pouvoirs publics ou de la banque centrale<sup>1</sup>.

Bien que les règles fixant un modèle d'actionnariat dispersé soient justifiées pour des raisons d'ordre prudentiel ou de gouvernance, elles n'en présentent pas moins certains inconvénients. Elles peuvent par exemple restreindre l'accès à un financement meilleur marché et accroître les coûts d'exploitation. Le présent article traite surtout des problèmes opérationnels associés à la limitation de l'actionnariat, problèmes qui surviennent dans le contexte d'un conflit d'intérêts potentiel entre les différents acteurs de l'entreprise. Notre étude modélise le conflit d'intérêts opposant les actionnaires aux gestionnaires d'une banque et se propose d'établir si les restrictions imposées à la structure de l'actionnariat bancaire sont de nature à freiner la concurrence. Puisque notre travail n'est pas étalonné en fonction des chiffres d'un pays particulier et que notre modèle ne formalise qu'un seul coût potentiel des réglementations relatives à la participation au capital-actions, et non leurs avantages, il nous est impossible de nous prononcer directement sur les règles d'un pays donné. En revanche, nous mettons en lumière l'existence potentielle d'un coût qui peut s'avérer significatif là où le secteur bancaire d'un pays n'est pas parfaitement concurrentiel.

La concentration de la propriété fait l'objet de nombreuses études. Contrairement à la plupart des auteurs ayant effectué des recherches empiriques

dans ce domaine, Caprio, Laeven et Levine (2004) examinent le cas des banques. Leurs travaux font ressortir un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la valeur de 244 banques cotées, réparties dans 44 pays. Il semble bien également qu'il existe une relation positive entre la qualité des résultats d'entreprises aux États-Unis et le contrôle de celles-ci par un actionnaire dominant (détenteur d'un bloc important d'actions). Barclay et Holderness (1989), ainsi que d'autres chercheurs qui se sont penchés sur la question depuis, montrent que les grands blocs d'actions se négocient à des prix plus élevés, signe que leur détention est une source de bénéfices privés nets. D'après d'autres données, la formation et l'échange de blocs d'actions s'accompagneraient d'une hausse excessive du cours des titres visés, ce qui permet de penser que cette forme de prise de contrôle profite à l'ensemble des actionnaires (Mikkelsen et Regassa, 1991; Barclay et Holderness, 1991 et 1992). Les bénéfices privés ne réduisent donc pas forcément l'avoir des actionnaires minoritaires. De fait, Holderness et Sheehan (1998) soutiennent, preuves à l'appui, qu'aux États-Unis, les très gros actionnaires se voient empêcher de s'approprier les flux de trésorerie et d'aller à l'encontre des intérêts des actionnaires minoritaires. Barclay et Holderness (1991) observent en outre que l'amélioration de la valeur de la société est limitée quand l'actionnaire dominant n'exerce pas de contrôle (pour ces auteurs, l'exercice du contrôle implique notamment le remaniement du conseil d'administration ou le remplacement de la direction).

Toutes les études citées s'intéressent à la participation d'investisseurs externes, mais pas à l'actionnariat (interne) des cadres dirigeants. Selon Morck, Shleifer et Vishny (1988), la valeur de l'entreprise augmente au départ lorsqu'un modeste pourcentage du capital-actions est entre les mains de la direction, baisse ensuite quand cette propriété s'étend à un volume plus important des parts, puis s'accroît de nouveau dès que la proportion des actions détenues par les gestionnaires devient très élevée. McConnell et Servaes (1990), de leur

1. Au Canada, ni les particuliers ni les entreprises ne peuvent détenir plus de 20 % des actions avec droit de vote des banques dont l'actif dépasse cinq milliards de dollars.

\* Le présent article résume un document de travail de Lai et Solomon (2006).

côté, constatent que la valeur de l'entreprise progresse tant que la participation des gestionnaires ne dépasse pas 40 à 50 % du capital, mais qu'elle diminue au-delà.

## Principales caractéristiques du modèle

Pour formaliser les problèmes opérationnels associés aux restrictions en matière d'actionariat, nous avons construit un modèle dont la solution repose sur la théorie des jeux et qui met en scène deux banques concurrentes, où les gestionnaires décident du niveau des prêts (quantités) et s'approprient une partie des flux de trésorerie disponibles (sous la forme, par exemple, d'avantages pécuniaires ou non). Le gestionnaire ou l'actionnaire détenant le contrôle peut fixer le niveau des emprunts risqués et, du même coup, la structure du capital de l'établissement<sup>2</sup>. S'il veut contrôler la banque, le détenteur d'un bloc d'actions doit s'engager dans des activités de surveillance onéreuses qui, sans lui garantir le contrôle convoité, lui donnent cependant la possibilité d'y parvenir. Plus il possède d'actions, plus grandes sont ses chances de contrôler la banque. En l'absence d'un actionnaire dominant, ou si ce dernier ne réussit pas à prendre le contrôle, c'est au gestionnaire que revient le choix de la structure du capital. Le jeu est séquentiel. Dans un premier temps, les deux principaux actionnaires en présence décident simultanément d'acquiescer ou non une participation dominante et de surveiller ou non les activités de la direction. Ensuite, le gestionnaire ou l'actionnaire exerçant le contrôle détermine la structure du capital de la banque. Le produit des emprunts émis est versé aux actionnaires au lieu de servir au financement des opérations. Enfin, les gestionnaires des deux banques se livrent concurrence sur le marché du crédit, remboursent les prêteurs et s'approprient le reste des flux de trésorerie.

## Résultats

Trois issues sont possibles pour le secteur bancaire : i) chacune des banques est contrôlée par un actionnaire dominant; ii) dans les deux établissements, un gestionnaire exerce le contrôle; iii) l'une des banques se trouve contrôlée par un actionnaire dominant, mais l'autre l'est par un gestionnaire. Nous établissons que les gestionnaires détenant le contrôle tendent invariablement à em-

prunter moins que les actionnaires de contrôle. Conséquence : l'encours des prêts des banques placées sous leur contrôle est inférieur à celui des banques contrôlées par un actionnaire dominant. La concurrence sur le marché du crédit est donc le plus féroce lorsque les deux banques du secteur sont contrôlées par un actionnaire dominant, et elle l'est le moins quand elles sont toutes deux contrôlées par un gestionnaire.

Aux yeux de l'actionnaire dominant, le recours à l'emprunt a deux vertus. Primo, il « discipline » le gestionnaire en réduisant le montant des flux de trésorerie que ce dernier peut s'approprier. Secundo, il crée à l'encontre de l'autre banque un effet stratégique sur le marché du crédit, comme l'ont montré Brander et Lewis (1986). Plus précisément, si l'endettement de la banque rivale reste inchangé, une hausse des emprunts de l'une des banques incite celle-ci à octroyer davantage de prêts tout en amenant l'autre banque à en accorder moins<sup>3</sup>.

Pourquoi une banque ayant déjà accru son risque de bilan par l'émission d'emprunts voudrait-elle s'aventurer encore plus loin et élargir son portefeuille de prêts? Tout simplement parce que son passif est limité : les chocs très négatifs se soldent par un rendement nul, alors que tout choc favorable donne lieu à un rendement positif, qui, dans les faits, augmente avec l'encours des prêts consentis. Par conséquent, une banque qui s'endette livrera une concurrence plus vive sur le marché du crédit que si aucune des deux banques n'émet de nouveaux emprunts. Elle accroît sa part de marché et ses profits au détriment de sa rivale, car l'opération amoindrit globalement la rentabilité du secteur.

À l'équilibre symétrique de Nash, les deux banques émettent des emprunts, et chaque opération de crédit rapporte moins que si les deux établissements n'en formaient qu'un (fusionnaient). Toutefois, une augmentation de l'endettement des deux banques accroît potentiellement la valeur de chacune. L'obligation de rembourser la dette assure implicitement un transfert de ressources de la poche du gestionnaire à celle des actionnaires. Les flux de trésorerie disponibles ont deux finalités : servir au remboursement des emprunts et financer les bénéfices privés du gestionnaire. Qui dit hausse des sommes à rembourser dit baisse des ressources détournées par le gestionnaire et donc progression de la valeur de la banque concernée. De surcroît, l'émission d'un volume plus élevé d'emprunts a des retombées favorables sur la compétitivité du

2. Nous ne tenons pas compte des autres contraintes réglementaires, telles les exigences de fonds propres, auxquelles les banques sont assujetties dans leurs décisions en matière de prêt.

3. Conséquence mécanique des fonctions de réaction à pente négative du jeu de Cournot.

secteur bancaire et le bien-être des consommateurs. Comme les gestionnaires recourent moins à l'emprunt que les actionnaires dominants, la présence de blocs de contrôle fait monter la valeur des banques et intensifie la concurrence sur le marché du crédit.

D'après nos résultats, un actionnaire dominant n'est poussé à exercer de surveillance qu'à partir d'un certain seuil de participation. Son attitude s'explique par le fait que la probabilité de prendre le contrôle et d'en tirer les bénéfices escomptés dépend directement de la taille du bloc d'actions détenu, alors que les coûts de surveillance restent fixes. Par ailleurs, le niveau de ce seuil pour l'actionnaire dominant d'un établissement est plus élevé quand la banque rivale est elle aussi contrôlée par un actionnaire dominant que lorsque l'actionnariat de celle-ci est dispersé<sup>4</sup>.

Nous rangeons les règles relatives à la participation au capital-actions des banques sous trois catégories selon l'ampleur des restrictions imposées en matière de concentration de la propriété : i) règles non restrictives — le plafond est tel que l'actionnaire dominant surveillera la direction de la banque même si l'établissement concurrent a aussi un actionnaire de contrôle; ii) règles modérément restrictives — le plafond est tel que l'actionnaire dominant surveillera la direction si la banque rivale n'a pas d'actionnaire de contrôle, mais ne le fera pas dans le cas contraire; iii) règles très restrictives — le plafond n'incite pas l'actionnaire dominant à surveiller la direction, peu importe la structure de l'actionnariat de la banque rivale.

Là où les règles ne sont pas restrictives, des actionnaires dominants qui choisiront par la suite d'exercer une surveillance se constituent dans les deux établissements. L'existence de règles modérément restrictives conduit à l'apparition d'actionnaires dominants dans les deux banques, mais aucun d'entre eux ne surveille la direction; les conséquences pour le secteur sont ainsi les mêmes que si la propriété des deux banques était dispersée. Enfin, l'imposition de règles très restrictives décourage l'acquisition de blocs d'actions et entraîne la dispersion de l'actionnariat des deux établissements.

## Implications

Notre analyse tend à indiquer que l'existence de restrictions législatives à la concentration de la propriété est susceptible d'influencer la valeur des actions des banques et la concurrence sur le marché

du crédit. Les restrictions influent sur la concurrence bancaire par leurs effets sur la structure du capital. Notre modèle ne tient cependant pas compte des exigences réglementaires en matière de fonds propres qui sont de nature à infléchir les décisions des actionnaires dominants ou des gestionnaires concernant la structure du capital. Un assouplissement à la marge des règles relatives à la participation au capital-actions n'aura d'incidence sur la concurrence que dans la mesure où les restrictions existantes n'ont pas empêché la création de blocs d'actions ni l'exercice d'une surveillance. Lorsque celles-ci sont suffisamment strictes pour empêcher la détention de blocs d'actions ou la surveillance (même si des blocs existent), un léger relèvement du plafond de participation n'aura généralement aucune répercussion sur la valeur des banques ou la concurrence au sein du marché du crédit. Pour que l'assouplissement des règles soit bénéfique, il se peut qu'il faille relever ce plafond de façon substantielle.

Notre modèle fait aussi abstraction des autres conflits d'intérêts qui opposent les actionnaires aux créanciers (déplacement des risques) et les actionnaires dominants aux actionnaires minoritaires (transactions intéressées). S'il est vrai que le problème du déplacement des risques revêt une acuité particulière dans le cas des institutions à fort levier financier comme les banques, il convient de rappeler que les exigences de fonds propres et la valeur positive des licences contribuent à l'atténuer. De plus, ce problème est plutôt lié à l'effet de levier qu'à la concentration de la propriété.

Dans certains pays, la participation au capital-actions des banques est assujettie à des restrictions depuis les années 1960. Or, deux évolutions notables sont intervenues entre-temps. D'une part, la qualité de la gouvernance des entreprises en général, et du secteur bancaire en particulier, s'est nettement améliorée dans les années 1980 et 1990, comme en témoignent la plus grande importance accordée à la nomination d'administrateurs externes, les nouvelles règles d'élection des conseils d'administration et la surveillance interne plus étroite. D'autre part, la supervision des banques, et surtout des grandes banques multinationales, s'est renforcée avec l'entrée en vigueur de Bâle I en 1992. Ensemble, ces changements ont très largement concouru à limiter la possibilité de transactions intéressées de la part des actionnaires dominants. Par conséquent, il est devenu plus difficile que ce l'était durant les années 1960 d'invoquer valablement la lutte contre ce type de transactions pour justifier les mesures de restriction à la concentration de l'actionnariat dans la

4. Cela se vérifie pour la quasi-totalité des paramètres de nos exemples chiffrés.

plupart des pays industrialisés. Il nous est donc apparu utile de réfléchir aux coûts potentiels de ces réglementations; notre étude avait précisément pour objet de modéliser l'un de ces coûts.

Dans la quasi-totalité de nos simulations, le plafonnement de la propriété à 20 % du capital-actions conduit à deux résultats<sup>5</sup> : i) aucun actionnaire dominant n'émerge; ii) s'il y a un actionnaire dominant, il n'effectue aucune surveillance et ne parvient jamais à prendre le contrôle. Étant donné que notre modèle n'est pas étalonné (cela exigerait de bonnes estimations de la demande de prêts et la prise en compte des coûts de délégation et de contrôle), il nous est difficile de dire si une limite de 20 % est excessive. Quoi qu'il en soit, nos résultats indiquent que les restrictions en matière d'actionnariat bancaire peuvent dissuader la surveillance et, partant, réduire la concurrence sur le marché du crédit.

## Bibliographie

- Barclay, M. J., et C. G. Holderness (1989). « Private Benefits from Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 2, p. 317-395.
- (1991). « Negotiated Block Trades and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 3, p. 861-878.
- (1992). « The Law and Large-Block Trades », *Journal of Law and Economics*, vol. 35, n° 2, p. 265-294.
- Barth, J., G. Caprio et R. Levine (2001). « The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database », document de travail consacré à la recherche sur les politiques n° 2588, Banque mondiale.
- Brander, J., et T. Lewis (1986). « Oligopoly and Financial Structure », *American Economic Review*, vol. 76, p. 956-970.
- Caprio, G., L. Laeven et R. Levine (2004). « Governance and Bank Valuation », document de travail consacré à la recherche sur les politiques n° 3202, Banque mondiale.
- Holderness, C. G., et D. P. Sheehan (1998). « Constraints on Large-Block Shareholders », document de travail n° 6765, National Bureau of Economic Research.
- Lai, A., et R. Solomon (2006). « Ownership Concentration and Competition in Banking Markets », document de travail n° 2006-7, Banque du Canada.
- McConnell, J. J., et H. Servaes (1990). « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 595-612.
- Mikkelson, W. H., et H. Regassa (1991). « Premiums Paid in Block Transactions », *Managerial and Decision Economics*, vol. 12, n° 6, p. 511-517.
- Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny (1988). « Management Ownership and Market Valuations: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, p. 293-315.

---

5. La valeur médiane et modale du plafond est de 20 % pour les pays constituant la base de données de la Banque mondiale (Barth, Caprio et Levine, 2001).