

**GARDES ERIZE Nathalie**

**Docteur en sciences de gestion**

**ATER**

**IAE de Pau et des pays de l'Adour**

Nathalie Gardès

3 allée de petit barrère

40000 Mont de Marsan

nathalie.gardes@univ-pau.fr

## **Fusions et acquisitions bancaires européennes : la performance des opérations transfrontières**

### Introduction

Depuis la fin des années 1990, le paysage bancaire européen connaît une authentique recomposition des forces en présence. L'avènement de la monnaie unique, l'accélération des innovations financières et technologiques, l'intégration européenne, ont généré pour ce secteur à la fois une modification de la structure industrielle optimale (taille minimum, efficacité) et un accroissement de la pression concurrentielle. Si l'on convient, en outre, que la déréglementation a eu un impact considérable sur l'environnement et la rentabilité du secteur bancaire, les fondements même des stratégies, susceptibles d'améliorer l'efficacité et la compétitivité des établissements de crédit dans un contexte environnemental globalement plus instable, sont au centre des débats.

Les fusions et acquisitions sont apparues dans ce nouveau contexte comme un moyen d'atteindre la taille d'efficacité qui semble aujourd'hui se définir comme la capacité à formuler et à mener une stratégie mondiale. Le motif des économies d'échelle et de pouvoir de marché mais également la redéfinition des critères de la taille d'efficacité d'une entreprise au sein de cet ensemble sont les premiers motifs annoncés de la concentration. Si l'on s'en tient aux discours des dirigeants (group of ten, 2001), les opérations de fusions et acquisitions viseraient l'amélioration de la rentabilité et par incidence la création de valeur pour l'actionnaire dans la mesure où de telles opérations pourraient générer des effets de synergie inhérents aux complémentarités entre institutions (économies d'échelle, économies de champ) ou de force de marché liés à l'accroissement de la taille.

À chaque annonce de fusion, les bénéfices en termes de baisse des coûts et opportunités de croissance sont soulignés par chaque partie. Curieusement, la littérature n'a pu établir de tels avantages, et donc questionne l'utilité des fusions (Berger et Demsetz et Strahan, 1999). Les études réalisées sur le secteur bancaire concernant l'existence d'efficacité d'échelle ou de champ (Benston, Hanweck et Humphrey, 1982 ; Gillian et Smirlock, 1984 ; Gillian, Marshall et Smirlock, 1987 ; Berger, Hanweck et Humphrey, 1987 ; Berger et Humphrey, 1991 ; Altunbas, Gardener, Molyneux et Moore, 2001 ; Amel, Colleen, Panetta et Salleo, 2003) nous invitent à interroger l'opportunité de telles opérations. En effet, l'absence de mise en évidence

de tels effets et l'impossibilité d'établir pour le secteur bancaire d'une part, l'obtention de bénéfices inhérents au pouvoir de marché (Gilbert, 1984 ; Goldberg et Rai, 1996) et d'autre part, la présence d'un lien entre efficacité managériale et taille rend difficilement concevable que de telles opérations soient créatrices de valeur pour l'actionnaire, contrairement aux promesses énoncées. Les études dérivées des recherches examinant la performance comptable des firmes poursuivant une stratégie de croissance externe ou celles utilisant les mesures de marché n'apportent pas de conclusions unanimes. Globalement celles-ci ne permettraient pas de procurer de réels bénéfices aux firmes acheteuses contrairement aux idées soutenues par le management stratégique. Quels éléments permettraient de comprendre la performance ou la non performance des stratégies de croissance externe ?

L'objet de cette recherche est, à partir d'une étude d'événement conduite sur soixante dix neuf cas de fusions européennes, d'analyser, à travers la valorisation des annonces de fusions bancaires, la performance de ce choix stratégique pour les acquéreurs. Trois hypothèses seront formulées : les annonces de fusions bancaires ne devraient pas connaître de valorisation boursière ; les fusions entre banques de grande taille devraient être accueillies moins favorablement par les marchés, les opérations transfrontières devraient bénéficier d'une meilleure valorisation que les opérations domestiques. Les résultats s'inscrivent dans la lignée des travaux antérieurement effectués sur le secteur bancaire concernant la valorisation des annonces de fusions dans leur ensemble, ils conduisent à rejeter l'hypothèse de création de valeur. En revanche, et contrairement à d'autres études (Cybo-Ottone et Murgia, 2000), cette recherche met en relief un accueil très favorable par les marchés des annonces de fusions transfrontières.

Cet article se décomposera comme suit : la première partie identifiera les sources de création de valeur des fusions et acquisitions, la seconde partie énoncera les hypothèses de recherche, la troisième abordera l'approche méthodologique utilisée, la quatrième présentera les résultats et la cinquième discutera des résultats obtenus.

## **1 STRATEGIE DE CROISSANCE EXTERNE : QUELLES SOURCES DE CREATION DE VALEUR POUR LES BANQUES ?**

La littérature financière et stratégique a mis en évidence différentes sources de création de valeur associée à l'idée d'effets de synergie (Seth, 1990). Le concept de synergie est cependant controversé. Le regroupement sous un tel vocable d'effets aussi différents que les économies d'échelle, de champ ou l'obtention d'un pouvoir de marché conduit à vider le

terme de sa substance. Pour Ansoff (1968), les différentes définitions de ce terme font référence explicitement ou implicitement à l'existence de liens entre différentes activités susceptibles de générer des effets économiques. Certains auteurs associent à ce concept des qualificatifs : synergies financières, productives, collusives (Chatterjee, 1986) pour se référer de façon plus explicite aux différents types d'effets envisageables. Rumelt (1974) identifie le concept de synergie entre activités comme la clé de la performance économique. Porter (1982, 1986) conçoit la synergie en termes d'avantages concurrentiels. Cette conceptualisation sera reprise par Chatterjee (1986). D'autres auteurs comme Prahalad et Hamel (1990) évoqueront la notion de synergie managériale en référence aux gains liés au partage d'une même logique de direction fondée sur le concept de compétences managériales. Prahalad et Bettis (1986) prolongeront la réflexion en définissant le concept de logique dominante de management.

En d'autres termes, la création de valeur dérive *in fine* de la capacité à réduire les coûts de l'entité combinée (économies d'échelle, de champ, diminution des risques, meilleure allocation des ressources) ou de la capacité à accroître les revenus (différenciation, pouvoir de marché, couverture plus large du marché). Ces effets peuvent se rattacher à quatre types de synergies.

### **1.1 Les synergies financières**

Les stratégies de diversification ont longtemps été justifiées par l'intérêt de répartir les risques entre plusieurs domaines d'activité à cycles économiques différents, afin d'assurer dans un même portefeuille d'activité un équilibre entre activités arrivées à maturité et dégageant de fortes liquidités et celles nécessitant de forts investissements mais à fort potentiel de croissance. Les études empiriques procurent des résultats divergents. Gallo Apilado et Kalori (1996) concluent que la combinaison banque, assurance et activité sur titre conduit à des profits plus stables car les revenus dérivés des différents produits dans un conglomérat ne sont pas parfaitement corrélés. Dans le même sens, Saunders et Walter (1994)<sup>i</sup> établissent que l'expansion des activités de la banque dans l'assurance baisse les risques. En revanche l'étude de Berger et Ofek (1995) révèle que la perte de spécialisation à travers l'expansion de champ et les fusions a conduit à une perte de valeur en moyenne.

Au-delà des effets d'une diversification des produits, une diversification géographique internationale serait en mesure de stabiliser plus efficacement les rendements de la firme suite à la non synchronisation des cycles d'affaire et à la non corrélation des revenus sur différents marchés (Kitching, 1967 ; Lessard, 1973 ; Hughes Logue et Sweeney, 1975 ; Rugman, 1976 ;

Agmon et Lessard, 1977 ; Chatterjee, 1986). Sur le secteur bancaire, Zhang (1995) trouve des résultats cohérents avec l'hypothèse de diversification selon laquelle la diversification géographique conduit à baisser la variabilité des revenus.

En d'autres termes, si la diversification permet d'améliorer le rendement du risque attendu, la consolidation est en mesure d'améliorer l'efficacité (Focarelli et Pozzolo, 2001). Dans cette optique, Akhavein et Humphrey (1997)<sup>ii</sup> soutiennent que les gains d'efficacité profitent des fusions bancaires américaines résulteraient d'une meilleure division des risques. Toutefois, de tels bénéfices n'existeraient pas pour les acquisitions domestiques (Hughes, Logue et Sweeney, 1975 ; Rugman, 1976 ; Agmon et Lessard, 1977). En d'autres termes, la réduction des risques peut être une source de valeur dans les acquisitions transfrontières mais pas dans les acquisitions domestiques (Seth, Song et Petit, 2002).

Toutefois les gains de synergie ne sont pas systématiques. Dans le cas où les acquisitions transnationales sont conduites seulement par des objectifs managériaux, il n'apparaîtra aucun gain de synergies et l'acquéreur présentera des rendements négatifs (Eun, Kolodny et Sheraga, 1996). Dans cette perspective d'agence, Amihud, Delong et Saunders (2002) atteste que les fusions internationales n'accroissent ni ne baissent les risques. En revanche, si la motivation de l'acquéreur est l'utilisation d'actifs intangibles sur une plus grande échelle alors les gains seront positifs (Eun, Kolodny et Sheraga, 1996).

Dans un autre registre, la littérature financière identifie une source de synergie supplémentaire issue de l'accès privilégié du capital par quelques firmes. Un tel type de synergie n'est généralement pas accepté par les économistes financiers parce qu'impensable si les marchés de capitaux sont totalement arbitrés. Toutefois, la réalité (existence d'un taux prime), les académiciens en général (Steiner, 1979)<sup>iii</sup>, les théoriciens économistes (Grossman et Stiglitz, 1976 ; Stiglitz, 1981 ; Teece, 1983) invitent à penser l'existence de telles synergies (baisse des coûts financiers, baisse du risque de défaillance). Les preuves sont mixtes, Williamson (1975) met en évidence l'existence de synergies financières à travers l'internalisation des marchés de capitaux dans les fusions conglomerées. Sherer et al (1975)<sup>iv</sup> montrent que sur le marché du capital l'avantage de la taille semble exister. Toutefois, Rumelt (1986)<sup>v</sup> ainsi que ~~pour un~~ Montgomery et Singh (1984) n'apportent aucun soutien à l'hypothèse de supériorité d'un marché des capitaux internes.

Mis en forme : Police :12 pt

## 1.1 Synergies managériales

Il existerait un consensus virtuel selon lequel les différences en matière d'efficacité X parmi les banques sont relativement importantes et dominent l'efficacité d'échelle et de champ (Berger et Humphrey, 1991 ; Fixler et Ziechang, 1993 ; Shaffer, 1993 ; Berger, Hunter et Timme, 1993 ; Miller et Noulas, 1996 ; Berger et Mester, 1997).

Définie à l'origine par Leibenstein (1966) comme représentant la variable « organisation » qui détermine l'intensité et la qualité du travail, l'efficacité X est une notion relative. Elle mesure la performance d'un établissement de crédit en matière de coûts et de profits par comparaison à celle des meilleurs établissements. Le terme efficacité X décrit ainsi toutes les efficacités techniques<sup>vi</sup> et allocatives<sup>vii</sup> des firmes, l'efficacité globale résultant de la conjugaison de ces deux types d'efficacité.

Il existe quatre approches différentes : l'approche de la frontière économétrique, l'approche de la *thick frontier*, la *data envelopment analysis* (DEA) et la *distribution free approach* (DFA). Aucune règle simple ne permet d'identifier la meilleure méthode pour décrire les données bancaires. Cela ne serait pas un problème si toutes les méthodes arrivaient essentiellement à la même conclusion. En fait le choix de la méthode affecte le niveau d'inefficacité mesuré. Suivant les méthodologies, les résultats ne sont pas identiques ce qui rend difficile la détermination des institutions qui sont les plus efficaces (Berger et Mester, 1997).

Cependant, concernant le secteur bancaire français, les scores d'efficacité coût et profit varient peu en fonction de la taille des établissements (Burkart, Gonsard et Dietsch, 1999). Il n'existerait donc pas d'effet taille en matière d'efficacité coût ou profit. En d'autres termes, les banques exploiteraient de façon similaire les possibilités de production offertes par leur taille. De tels résultats viennent étayer l'analyse de Goldberg et Rai (1996). Analysant un échantillon de banques à travers onze pays européens sur la période 1988-1991, les auteurs concluent que les plus grandes institutions n'apparaissent pas comme étant plus efficaces. Selon Allen et Rai (1996) les plus grandes banques sembleraient au contraire plus X inefficaces que les petites, ces dernières témoignant d'une meilleure efficacité profit (Akhigbe et Mc Nulty, 2003). Autrement dit, la croissance de grandes banques multinationales en Europe n'est pas synonyme de performance ou d'efficacité. Il n'est donc

pas assuré que les opérations de fusions et d'acquisitions en Europe soient créatrices de valeur pour l'actionnaire, sauf à penser que les banques les plus efficaces soient capables d'exporter leur efficacité.

Selon les différentes études réalisées, les banques acheteuses sont en moyenne plus productives que les cibles (Berger et Humphrey, 1992 ; Rhoades, 1993 ; Fixler et Zieschang, 1993). Elles seraient de 40 à 50% plus efficaces que les autres banques avant la fusion (Fixler et Zieschang, 1993) ce qui peut laisser suggérer que l'activité d'acquisition puisse relancer la productivité et l'efficacité de l'industrie. Ainsi des synergies peuvent apparaître lorsque deux unités peuvent être conduites de façon plus efficace en termes de coûts ou d'allocation des ressources (Seth, 1990).

Toutefois selon Shaffer (1993), l'économie de coût présumée dépendra de la possibilité de transférer l'efficacité managériale aux composants acquis. Il relève en outre l'éventualité selon laquelle les banques les moins efficaces diffusent leur inefficacité à travers les fusions. Cela suggère qu'en la matière, les talents managériaux soient la clé de voûte des gains potentiels (Rhoades, 1993).

Nonobstant, la majorité des études ne trouvent pas de gains en matière d'efficacité associée aux fusions dans lesquelles l'acquéreur est plus efficace que la cible (Berger et Humphrey, 1992 ; Fixler et Zieschang, 1993 ; Rhoades, [1993-1993-1986](#) ; Peristiani, 1997). Pour certains, l'efficacité se dégrade après la fusion (coûts opérationnels plus élevés (Barnes, 1985)). Si quelques études concluent à une amélioration de la performance (Cornett et Tehranian, 1992 et Spindt et Tarhan, 1992), il est à noter que les bénéfices sont très faibles (ces bénéfices sont largement compensés par les « déséconomies » d'échelle créées par ailleurs).

### **1.3 Synergies collusives**

Selon le modèle de structure-comportement-performance (SCP) (Bain, 1951), les opérations de fusions et acquisitions seraient planifiées et mises en oeuvre dans le but d'atteindre un pouvoir de marché (S. Chatterjee, 1986), ou afin d'obtenir des effets de synergies collusives (F. Trautwein, 1990). Un degré plus élevé de concentration permettrait aux entreprises d'entrer en collusion afin d'établir une politique de prix monopoliste. Selon [stiglerStigler](#) (1950), la motivation première de l'engagement dans une diversification liée est la création d'un [pouvoir](#) de marché.

L'étude de la relation entre performance bancaire et structure de marché a été initiée dans les années 1960. Partant de l'hypothèse selon laquelle une concentration plus élevée facilite les comportements anticompétitifs (collusion, entente) en les rendant moins coûteux à maintenir que sur les marchés moins concentrés, différentes études empiriques ont cherché à donner un fondement à la façon dont la structure de marché influence la performance des banques. Selon le modèle de SCP, la concentration du marché bancaire serait en mesure de donner aux banques la possibilité d'extraire des profits de monopole en facilitant l'émergence d'arrangements tacites leur permettant d'une part, d'offrir une rémunération plus basse sur les fonds collectés (Berger et Hannan, 1989 ; Calem et Carlino, 1991 ; Berger et Hannan, 1997, Corvoisier et Gropp, 2001), et d'autre part, de pratiquer des taux d'intérêts plus élevés sur les crédits notamment pour les petites entreprises et les consommateurs (Molyneux et Thornton, 1992 ; Hannan 1991, 1997 ; Berger et Hannan, 1997 ; Perrachi et Sopronzetti, 2000). Concernant le marché européen, Sapienza (2002) atteste que seules les plus grandes fusions augmentent le taux de la ligne crédit, les petites baissant les taux. Berger, Demsetz et Strahan (1999) cautionne l'hypothèse d'accroissement du pouvoir de marché.

En d'autres termes, le degré de concurrence, et par incidence la profitabilité et les prix sur un marché, seraient influencés par le degré de concentration. Répertoriant quarante-quatre études sur le marché américain, Gilbert (1984) note que trente-deux d'entre elles confortent l'hypothèse traditionnelle de l'existence de profits collusifs. La plupart des études trouvent, en effet, une relation statistique positive entre la concentration du marché et la profitabilité.

Cependant, l'extrême variabilité des estimations de l'incidence de la structure du marché sur la performance ne permet pas de fonder l'hypothèse selon laquelle la concentration du marché influence réellement la performance des banques (Gilbert, 1984). En outre, selon Gilbert, certaines études sont sujettes à caution. Osborne et Wendel (1982)<sup>viii</sup>, dans une analyse détaillée de la littérature, montrent qu'il existe trop d'incohérences pour soutenir l'existence d'une relation positive entre concentration et performance. De même, l'analyse de Goldberg et Rai (1996) concernant un échantillon de banques à travers onze pays européens sur la période 1988-1991 n'établit pas de relation positive significative entre la concentration et la profitabilité.

En somme, la littérature disponible semble suggérer que l'accroissement de la concentration du marché bancaire et la consolidation tend à conduire à l'augmentation des taux de prêts mais de faible importance économique (Hannan, 1991 ; Berger et Hannan, 1997 ; Hannan,

1997 ; Perrachi et Sopronzetti, 2000). Ces résultats vont dans le sens du paradigme SCP dans le sens où la concentration conduit à un pouvoir de marché.

#### **1.4 Synergies opérationnelles**

Le mouvement de concentration qui s'opère actuellement sur le marché européen peut s'expliquer par la recherche d'économies d'échelle et de champ que permet la grande taille (R. Vander Venet, 1996). Selon une étude réalisée par le groupe des dix (2001), les fusions viseraient l'amélioration de l'efficacité opérationnelle (élimination des doublons, acquisition d'une taille critique dans les secteurs où la concurrence est forte, consolidation de la capacité d'investissement à moyen ou long terme, optimisation de la structure du capital). Cependant la réalisation de tels effets dépend de la potentialité d'économies d'échelle et de champ<sup>ix</sup>. Le propos sera donc ici de s'interroger sur l'existence de telles économies dans le secteur bancaire.

Le mouvement de fusions et acquisitions fait de la taille des entreprises un élément fondamental de leur compétitivité. L'acquisition d'une dimension mondiale, le pouvoir de marché, les économies d'échelle, le renforcement du potentiel d'innovation constituerait les facteurs clés du succès d'une entreprise sur des marchés globalisés. On s'accorde généralement pour voir dans tout mouvement de concentration la recherche de rendements croissants issus des économies d'échelle. Le premier facteur est toutefois trop global et général pour recouvrir les déterminants concrets et la variabilité des opérations de concentration.

Dans l'industrie bancaire, l'efficacité est souvent pensée comme résultant de la recherche d'économies d'échelle par une stratégie de croissance et de concentration, ou de la recherche d'économies de gamme par une stratégie de diversification (Dietch, 1992).

La question des économies d'échelle dans la banque a une histoire riche. S'il est généralement pressenti que le coût moyen à long terme pour fournir un produit ou un service décroît à mesure que l'échelle de l'entreprise s'accroît, de nombreux auteurs se sont interrogés sur l'existence d'une taille critique et sur la réalité des économies d'échelle dans le secteur bancaire.

De façon simplifiée, il est possible de distinguer trois aspects des économies d'échelle. Le premier est lié aux fonctions d'information/réduction de l'asymétrie d'information/gestion du

risque. Dans ce cas, seules la taille globale d'un portefeuille de crédits et la diversification du risque qui peut y être associée pourront permettre de telles économies. Le second se rapporte à la technologie et aux investissements nécessaires dans un contexte de pression concurrentielle accrue. Enfin, le troisième est relatif à l'accroissement de la division et à la spécialisation du travail. Mais les économies d'échelle et de champ peuvent également être gagnées dans les activités de distribution. Une image de marque associée à une grande entreprise, par exemple, peut faciliter la pénétration sur d'autres marchés. De plus les coûts de distribution des prêts sont moins élevés si la banque est capable d'offrir d'autres produits comme des bons du trésor ou des fonds de pension. La publicité d'une grande entreprise supporte les ventes de tous ses services.

Les différentes études en matière d'économies d'échelle et de champ doivent être considérées avec précaution, d'une part parce qu'elles s'appuient essentiellement sur le secteur bancaire américain et d'autre part, parce qu'il existe des problèmes méthodologiques liés à la définition de la production bancaire et des coûts. En effet, si la taille des actifs et la taille des comptes de crédits ont généralement été retenues comme mesures de la production, aucune de ces définitions n'est réellement satisfaisante.

Sans en faire ici une revue exhaustive, et malgré l'extrême diversité des résultats, nous retiendrons que les différentes analyses établissent la minimisation des coûts moyens entre 75 et 300 millions d'actifs (Benston, Hanweck et Humphrey, 1982 ; Gillian et Smirlock, 1984 ; Gillian, Marshall et Smirlock, 1987 ; Berger, Hanweck et Humphrey, 1987 ; Berger et Humphrey, 1991 ; [Berger](#), Hancock et Humphrey, 1993, Altunbas, Gardener, Molyneux et Moore, 2001 ; Amel, Colleen, Panetta et Salleo, 2003). Autrement dit, les grandes banques connaîtraient des « déséconomies » d'échelle significatives (Altunbas, Gardener, Molyneux et Moore, 2001). Les entreprises de taille moyenne seraient donc légèrement plus efficaces en matière d'échelle que les très grosses ou les très petites. De tels résultats laissent entendre *in fine* que la consolidation des grandes banques ne peut conduire à une amélioration de l'efficacité par les coûts. Est-il alors possible de légitimer les mouvements de concentration par la relation entre la taille et les économies de champ ?

Les économies de champ représentent la capacité d'une entreprise à offrir une production multiple donnée, à un coût inférieur à celui occasionné par une série d'entreprises, chacune spécialisée dans la production d'un seul produit. Elles ont pour origine des facteurs qui sont partagés ou utilisés conjointement (Gillian et Smirlock, 1984). Elles proviennent d'une

répartition des coûts fixes à travers un volume plus élevé de différents produits (Canals, 1993). Prenant en considération l'évolution des besoins des clients, la capacité de proposer en permanence une gamme de produits et de services plus larges constitue un élément de réduction des coûts commerciaux unitaires moyens. Les économies de champ pourraient, dans ce contexte, jouer un rôle important dans l'efficacité et la rentabilité de l'industrie bancaire.

-Toutefois, la valeur d'une diversification est liée au processus d'assortiment (harmonisation des activités et compétences (Matsusaka, 2001). Il pourrait exister une complémentarité entre certaines paires de produits (Clark, 1988 ; Hughes et Mester, 1993). [En soutien à cet argument](#), Benston (1989)<sup>x</sup> [établit que](#) la combinaison banque commerciale et banque d'investissement permet d'accroître les rendements sans accroissement du risque global. Enfin, Allen et Rai (1996) mais également Benston (1994) soutiennent l'existence d'avantages en termes d'économie d'échelle, d'économie de champ et d'efficacité X pour les banques universelles.

■

Cependant, la littérature portant sur l'efficacité de champ des institutions financières est encore plus problématique compte tenu de l'absence de données sur les entreprises spécialisées et des problèmes de mesure. La majorité des études concluent à une absence de preuves (Canals, 1993 ; Amel, Colleen, Panetta et Salleo, 2003).

Nous identifions trois scénarios de contribution de ressources et attestons leur impact sur les rendements anormaux:

#### 1 Les bénéfices dérivent des ressources de la cible

Les opportunités d'exploiter les synergies sont associées aux ressources de la cible. La cible contrôle des ressources dont la valeur ne dépend pas de la participation d'un acquéreur spécifique. Dans ce cas, la cible peut choisir et jouir d'une position de négociation supérieure. Dans ce cas, on observe seulement le transfert de ressource de la cible vers l'acquéreur. Nous pensons que de tels transferts ne contribuent pas au rendement de l'acquéreur car le marché alloue tous les gains synergétiques à la cible.

#### 2 Les bénéfices de synergie dérivent des ressources de l'acquéreur

L'acquéreur utilise l'acquisition pour redéployer des ressources spécifiques (Barney 1988). L'acquéreur contrôle des ressources dont la valeur ne dépend pas de la participation d'une firme spécifique et a alors un levier de négociation supérieur vis-à-vis de la cible (Chatterjee 1986). Dans ce cas, l'acquéreur est susceptible d'avoir une sélection de cible et fait face à moins de concurrence vis-à-vis des acquéreurs potentiels : baisse de la concurrence sur le marché des acquisitions crée des opportunités pour l'acquéreur de capturer des rendements anormaux positifs. La prime payée est moins importante.

3 Les opportunités d'exploiter les synergies est associée à la fois aux ressources de l'acquéreur et de la cible. La synergie est générée par la participation jointe des deux et on peut s'attendre à ce que les bénéfices soient divisés entre les deux. Le cas extrême est la situation de monopole bilatéral où un seul acquéreur fait les ressources d'une seule cible, ce qui conduit à une distribution égale des gains. Sinon la proportion relative des gains dépendra du pouvoir de négociation relatif de chaque partie (Chatterjee 1986)

*En permettant en théorie de réaliser des synergies importantes, mais aussi de compenser l'érosion des marges par un pouvoir de marché et des volumes plus importants, les fusions et acquisitions seraient en mesure de créer de la valeur. L'ambiguïté du concept de synergie incite à préférer énoncer les logiques*

*industrielles qui sous-tendent de telles opérations plutôt que de se référer à un concept flou et in fine peu opérationnel. Une revue rapide de la littérature sur les bénéfices attendus de l'accroissement de la taille des banques nous conduira à mettre en question l'opportunité des opérations de fusions et acquisitions bancaires comme source de création de valeur pour l'actionnaire.*

Première approche : examiner les changements à travers les profits comptables (ROA-ROE) des banques qui ont fusionné ou les coûts opératoires mesurer par le coût opératoire par employé ou par le ratios d'efficience de la banque. La fusion est supposée générer une amélioration de performance si les changements de performances sont supérieurs aux changements de performance des banques comparables qui n'ont pas fait de fusions. Les résultats de ces études sont mixtes :

Même si les fusions accroissent la performance, des études basées sur la comptabilité peuvent être insuffisantes pour découvrir cette amélioration à cause de décalage entre l'achèvement de la fusion et la réalisation des améliorations opérationnelles qui peut être longues et variables. En fait la restructuration et la consolidation des coûts peuvent conduire à une détérioration de la performance à court terme, même si la performance à long terme est attendue à être amélioré. Le problème c'est que de nombreuses banques font de multiples acquisitions sur une courte période. Pour combattre partiellement ce problème, des études comme celle de Piloff 1996 réduit l'échantillon à l'analyse de fusions de banques qui ont une activité d'acquisition limitée. Mais problème de biais.

Un autre problème avec l'utilisation de données comptables provient des règles comptables gouvernants la fusion (Kwan et Wilcox 1999).

La deuxième approche consiste à examiner le prix des actions difficiles acquéreurs et cibles autour de l'annonce (Houston et Ryngaert 1994 ; De long 1998). Pas de création de valeur pour la firme combinée. Redistribution de richesse. La valeur de la augmente de 15 % et la valeur de l'acheteur baisse de 2 %. Deux raisons peuvent expliquer que l'on ne trouve pas de gains :

— l'annonce mixe une information concernant l'acquisition proposée avec l'information financière de cette acquisition : l'échange d'actions signale une surévaluation. Le rendement est meilleur lorsque cash (Houston et Ryngaert 1994)

Mis en forme : Espace Après : 0 pt

— les acquisitions sont largement anticipées. L'effet positif peut ne pas apparaître le jour de l'annonce. Il serait intéressant de prendre comme annonce le jour où les journaux prévoient la firme comme cible.

— les rendements négatifs de la firme acquéreurs peuvent refléter la déception que cette firme aura moins de chances d'être acquise dans le futur.

Le fait qu'il n'y a pas de rendement positif pour les banques combinées ne pas dire qu'il y a amélioration de l'efficience.

Un problème de l'étude d'événement est qu'elle mixe les informations concernant l'offre et son financement. L'annonce d'un échange d'action est une mauvaise nouvelle. Houston et Ryngaert 97, rendement meilleur quand cash. Ils trouvent que les gains sont supérieurs quand il y a un fossé entre les institutions.

**Tableau 1 : Les moyens de maximiser la valeur actionnariale**

Source de création de valeur	Effet attendu	Référence	Conclusion
Pouvoir de marché	Paradigme SCP : un degré plus élevé de concentration permet d'augmenter les prix. Accroissement du taux de crédit. Diminution du taux de rémunération des dépôts.	Osborne et Wendel (1982) Gilbert (1984) Chatterjee (1986) Berger et Hannan (1989) Trautwein (1990) Molyneux et Thornton (1992) Goldberg et Rai (1996)	L'extrême variabilité des estimations ne permet pas de fonder l'hypothèse selon laquelle la concentration du marché influence réellement la performance des banques.
Economies d'échelle	Réduction du coût unitaire des biens ou services par l'augmentation du nombre d'unités produites.	Benston, Hanweck et Humphrey (1982) Gillian et Smirlock (1984) Gillian, Marshall et Smirlock (1987) Berger, Hanweck et. Humphrey, (1987) Berger et Humphrey (1991) Altunbas et al (2001) Amel et al. (2003).	Les entreprises de taille moyenne seraient légèrement plus efficaces en matière d'échelle que les très grosses ou les très petites entreprises. Présence de « déséconomies » d'échelle pour les plus grandes banques.
Economies de champ	Réduction des coûts par le biais de la diversification (complémentarité des coûts).	Gillian et Smirlock (1984) Canal (1993) Amel et al. (2003).	La majorité des études concluent à une absence de preuves.
Efficience X	Amélioration de l'efficience coût et profit obtenu par accroissement de la taille (diversification des risques) ou par diffusion de l'efficience managériale de l'acquéreur vers le	Barnes (1985) Rhoades (1986, 1993) Berger et Humphrey (1991, 1992) Cornett et Tehranian (1992) Fixler et Zieschang (1993) Spindt et Tarhan (1992) Berger, Hunter et Timme	Les scores d'efficience coût et profit varient peu en fonction de la taille des établissements. La majorité des études ne trouvent pas de gain en matière d'efficience associée aux fusions dans lesquelles l'acquéreur est plus efficace que la cible.

Mis en forme : Police :10 pt  
Mis en forme : Gauche, Interligne : simple

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Gauche, Espace Avant : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Interligne : simple, Taquets de tabulation : Pas à 2,06 cm

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Gauche, Espace Avant : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Gauche, Espace Avant : 0 pt, Interligne : simple

	composant acquis	(1993) Shaffer (1993) Miller et Noulas (1996) Allen et Rai (1996) Peristiani (1997) Berger et Mester (1997) Akhigbe et Mc Nulty (2003)	
--	------------------	--	--

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

## 2 HYPOTHESES

Les différentes études relatives à l'opportunité de gains de synergies (financières, collusives, managériales et opérationnelles) inhérents à la taille nous invitent à penser qu'il semble peu probable que les fusions et acquisitions du secteur bancaire puissent créer de la valeur pour l'actionnaire.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

**H1 : Puisque l'on ne peut attendre dans l'industrie financière de gains de synergie (collusives, financières, managériales et opérationnelles), les annonces de fusions et acquisitions bancaires ne créeront pas de valorisation boursière.**

Par ailleurs la mise en évidence d'une taille au-delà de laquelle il existerait des déséconomies d'échelle (minimisation des coûts moyens entre 75 et 300 millions d'actifs) invite à penser que les fusions entre grosses banques soient moins performantes que les fusions entre petites banques

**H2 : La taille d'efficience étant relativement basse, les fusions entre banques de grande taille devraient créer moins de valeur que les fusions entre petites banques.**

En outre il semble naturel de penser que les rapprochements entre banques à l'intérieur d'un même pays induisent de meilleures perspectives, si l'on considère que les effets coûts et revenus peuvent jouer pleinement : restructuration des réseaux, mise en commun des investissements informatiques, réduction des coûts de siège. Deux banques de pays différents sont dans une situation toute autre : fiscalité, droit et protection du consommateur sont tellement dissemblables d'un pays à l'autre que cela empêche de bâtir une information commune (différence de standards comptables) et donc de réaliser des gains de productivité (Groupe des dix, 2001). Il existerait un consensus selon lequel les opérations transfrontalières rendent difficilement concevable l'obtention d'une réduction des coûts. Leur probabilité de succès limité (Bush et Delong, 2003) expliquerait leur faible fréquence. En Europe, 40% des fusions et acquisitions sont transnationales. Berger, Goldberg et White (2001) suggèrent que

les barrières d'efficience, *i.e.* distance géographique, langage, culture, réglementation, constituent un frein à l'activité transfrontière en augmentant l'importance de l'asymétrie d'information et par incidence les coûts d'information et d'intégration (Berger, Goldberg et White, 2001 ; Buch et Delong, 2003 ; Focarelli et Pozzolo, 2001).

Pour autant la littérature sur les opérations internationales invite à percevoir les fusions et acquisitions internationales comme en mesure de permettre une meilleure diversification des risques comparativement aux acquisitions domestiques. La littérature sur les gains en termes d'économies d'échelle, de champs, de pouvoir de marché ne permettant pas d'identifier clairement les bénéfices d'un rapprochement, il est possible que la réalisation des gains de productivité attendus sur une opération domestique ne soient pas meilleur que pour une opération transnationale.

**H3 : ~~Les fusions domestiques devraient créer plus de valeur que les fusions transfrontières.~~ La diversification des risques étant établie seulement pour les opérations internationales, les fusions transfrontières devraient connaître une valorisation boursière plus importante que les fusions domestiques.**

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

### 3 METHODOLOGIE

Cette recherche a pour but d'évaluer les effets à court terme des annonces d'acquisitions sur la valeur boursière des entreprises bancaires sur la période 1995-2004. Fondée sur les travaux précurseurs de Fama, Fischer, Jensen et Roll (1969), la méthodologie d'étude d'événement s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers sont efficients, en ce sens qu'ils réagissent immédiatement à de nouvelles informations qui sont supposées affecter la profitabilité future de l'entreprise. L'hypothèse d'efficience implique que les annonces (financières, humaines, stratégiques et organisationnelles) soient rapidement prises en compte par les agents financiers présents. Le prix des actions est donc supposé incorporer toute l'information pertinente disponible sur le marché. Les changements de la valeur boursière des actions d'une entreprise représentent alors la conséquence financière relative à l'interprétation des événements spécifiques à cette entreprise. La performance d'une entreprise est ainsi définie en termes de variation de sa valeur boursière. Le cours boursier peut être critiqué pour être une vision réductionniste de la performance, il permet toutefois de dépasser les études qui se fondent sur les données comptables (le décalage entre l'achèvement de la fusion et la réalisation des améliorations opérationnelles qui peut être long et variable et rendre difficile son évaluation comptable).

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Typiquement, l'étude d'événement consiste à vérifier de façon empirique l'impact de l'occurrence d'un événement économique donné sur le cours des actions d'une entreprise, durant une période donnée, en comparant le rendement effectivement observé sur cette période, avec le rendement qui aurait dû être le sien, en l'absence d'événement (rendement normal). L'écart constaté, appelé rendement anormal, représente la mesure de l'impact de l'événement sur le cours de l'action durant cette période. Il s'interprète comme étant le résultat du marché des actions réagissant à une nouvelle information. Sous l'hypothèse nulle, l'information n'a aucune influence et le rendement anormal du titre  $i$  est nul. Nous ne nous sommes intéressés qu'à l'impact de l'annonce sur le cours boursier de l'acquéreur. Ce choix a été motivé par la taille de l'échantillon. L'élimination de l'échantillon des cibles non cotées aurait substantiellement réduit sa taille. D'autres études ont déjà travaillé uniquement sur le rendement de l'acquéreur (Morck, Shleifer et Vishny, 1990). L'intérêt de travailler sur les rendements de la cible et de l'acquéreur est l'identification de la motivation de la fusion : hubris, managérialisme, synergie. Ce n'est pas le but de notre recherche.

### 3.1 Les données

Notre échantillon représente les fusions et acquisitions réalisées dans le secteur bancaire européen sur la période 1995- 2004. Il comporte 79 annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes. Ces cas se répartissent en 46 fusions domestiques et 33 fusions transnationales. Notons que les opérations transfrontières sont essentiellement des fusions entre établissements de tailles différentes (90% des opérations). Concernant les opérations domestiques, 63% sont des opérations entre égaux.

Le prix des actions et les données d'indice de marché ont été obtenus sur les sites *Yahoo finance* et *Euronext*. Les dates d'annonce de fusion ont pour leur part été déterminées à partir des informations données dans la presse quotidienne d'affaire notamment dans le quotidien *Les Echos*, mais également à partir des communiqués de presse des banques de l'échantillon.

Les banques cibles étant pour la plupart des cas des banques non cotées en bourse, l'étude a été réalisée uniquement sur le cours des sociétés prédatrices.

La méthodologie d'étude d'événement est un outil puissant qui permet d'estimer l'impact financier des changements de politique d'entreprise. Cette méthode est devenue standard parce qu'elle évite de recourir à l'analyse des mesures comptables du profit, critiquées pour ne pas être de bons indicateurs de la performance réelle de l'entreprise. La sélection des

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

procédures comptables par les dirigeants peut induire, en effet, une manipulation des profits. Le prix des actions en revanche est supposé traduire la valeur de l'entreprise en reflétant la valeur escomptée de tous les futurs cash flows. Le cours de l'action est présumé incorporer toute l'information pertinente.

### 3.2 Le modèle

La première étape de cette étude a donc consisté à déterminer les rendements anormaux pour chaque titre de l'échantillon définis pour une période donnée comme la différence entre le rendement observé durant cette période et le rendement attendu, i.e. prévu pour cette période.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^* \quad (1)$$

$AR_{it}$  = rendement anormal pour le titre  $i$  au jour  $t$

$R_{it}$  = rendement du titre au jour  $t$

$R_{it}^*$  = rendement prévu ou estimé du titre  $i$  au jour  $t$

Pour chaque titre et pour chaque jour de la période de l'événement, le rendement normal, *i.e.* attendu, de ce titre a dû être évalué. Cette estimation, réalisée à partir du modèle de marché proposé par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969), établit une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché, approximé par un indice du marché des actions. Il est de la forme suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it} \quad (2)$$

$R_{it}$  = taux de rendement du titre  $i$  au jour  $t$

$R_{mt}$  = taux de rendement du marché au jour  $t$

$\alpha_i$  = constante

$\beta_i$  = risque systématique de l'action  $i$

$u_{it}$  = terme d'erreur, risque spécifique à l'entreprise.  $E(u_{it})=0$

$T$  = nombre de jours dans la période d'estimation

L'estimation de l'équation (2) nécessite de supposer que la rentabilité des titres sont des séries stationnaires ce qui permet de rejeter l'hypothèse de régressions fallacieuses. Nous prendrons comme acquise l'hypothèse selon laquelle, sur des marchés matures, la rentabilité des titres financiers est, sauf exception, stationnaire.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Plusieurs méthodes pouvant être utilisées pour mesurer le degré de signification des rendements anormaux observés, nous avons choisi d'utiliser la méthode de l'écart type en coupe instantanée qui permet de tenir compte de l'éventuelle augmentation de la variance durant la période événementielle. Cette méthode consiste à construire un test statistique en utilisant l'écart type des rendements anormaux moyens des entreprises observés aux temps t, durant la période événementielle.

Ainsi le rendement anormal moyen qui met en évidence l'impact d'un événement sur un jour donné a dû être calculé durant la période test :

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (3)$$

$AAR_t$  = rendement anormal moyen au jour t

N = nombre de titres dans l'échantillon

Le rendement anormal moyen cumulé permettant de saisir l'impact de l'événement dans son ensemble a également été calculé :

$$CAAR_t = \sum_{i=-15}^{15} AAR_t \quad (4)$$

$CAAR_t$  = rendement anormal cumulé

La variance des rendements anormaux moyens des entreprises observées aux temps t de la période événementielle s'obtient de la façon suivante :

$$VAR_{AAR_t} = \frac{\sum_{i=1}^N \left[ AR_{it} - \frac{\sum_{j=1}^N AR_{jt}}{N} \right]^2}{N-1} \quad (5)$$

Le test statistique au temps t de la période événementielle s'effectue comme suit :

$$\frac{AAR_t}{\frac{(VAR_{AAR_t})^{1/2}}{\sqrt{N}}} \approx t_{(N-2)} \quad (6)$$

La variance du rendement anormal moyen cumulé se calcule ainsi:

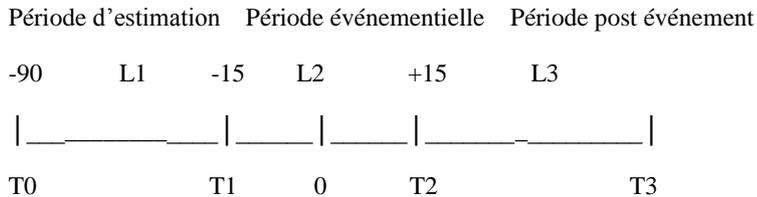
$$VAR_{CAAR_{-15,15}} = \frac{\sum_{i=1}^N \left[ CAR_{i,-15,15} - \frac{\sum_{j=1}^N CAR_{j,-15,15}}{N} \right]^2}{N-1} \quad (7)$$

Le test statistique au temps t de la période événementielle s'effectue de la façon suivante :

$$\frac{CAAR_{-15,15}}{\frac{VAR_{CAAR_{-15,15}}}{\sqrt{N}}} \approx t_{(N-2)} \quad (8)$$

### 3.3 Estimation

La figure suivante présente le diagramme temporel de notre étude d'événement :



L1 = période utilisée pour estimer les paramètres du modèle de marché par les moindres carrés ordinaires qui permettront d'estimer les rendements espérés durant la période événementielle.

L2 = période utilisé pour calculer les rendements anormaux.

0 = événement.

L3 = période post événementielle

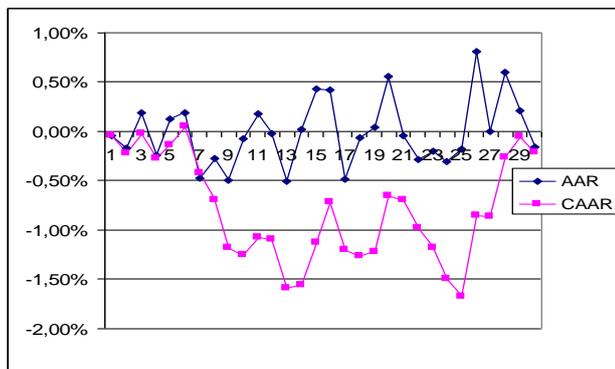
L'étude de la presse économique sur les différents cas de fusions a mis en évidence une « divulgation » de l'information relative aux négociations de fusions entre 10 et 20 jours avant l'annonce officielle. Il est apparu opportun de tester différentes fenêtres d'événement. Nous avons choisi d'encadrer l'évènement sur une période de - 15 à + 15 jours afin de prendre en considération l'impact de l'évènement et l'anticipation par les agents de cet événement (fuite de l'information avant l'annonce officielle : communiqué de presse). L'estimation des paramètres du modèle de marché pour chaque titre de l'échantillon a été réalisée en utilisant les données boursières et les indices boursiers correspondant à leur place de cotation (CAC 40, GDAX, AEX, ATX, BFX, IBEX, MIB...). Consciente que l'amélioration de la prédiction du modèle par l'allongement de la période d'estimation favorisait l'instabilité des paramètres de la droite de régression, l'évaluation du modèle s'est opérée sur une période relativement courte allant de 90 jours à 15 jours avant l'annonce.

### 4 RESULTATS

Les résultats concernant l'échantillon dans son ensemble s'inscrivent dans le prolongement de la plupart des travaux relatifs à l'impact des décisions de fusions bancaires sur leur valeur boursière.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

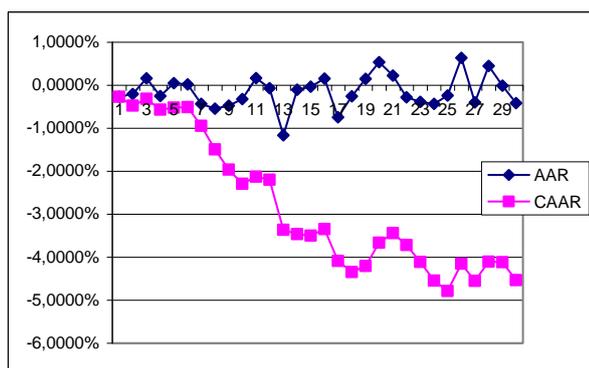
**Figure 1 : Evolution des rendements normaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux annonces de fusions et acquisitions bancaires**



Pour les décisions de fusions en général, un impact significatif et négatif a été mis en évidence au neuvième, septième et troisième jour avant l'annonce et au quatrième, dixième et douzième jour après l'annonce (Cf. annexe A). L'évolution des rendements moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant longtemps avant la date d'annonce. Toutefois, vers la fin de la fenêtre de l'événement, une amélioration est enregistrée. L'anticipation par le marché boursier de cette annonce ne fait aucun doute. L'impact commence bien avant sa déclaration publique. L'information s'est donc diffusée progressivement et aucun rendement anormal moyen significatif n'apparaît à la date de l'annonce elle-même.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

**Figure 2 : Evolution des rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux annonces de fusions et acquisitions bancaires domestiques.**

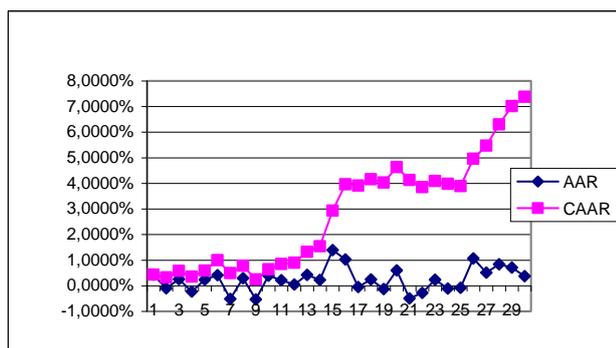


Mis en forme : Retrait : Gauche : 3 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Pour les décisions de fusions domestiques, un impact négatif significatif a été mis en évidence au huitième et troisième jour avant l'annonce puis au huitième dixième et douzième jour après l'annonce (Cf. annexe B). L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés fait apparaître un impact conséquent de l'événement.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

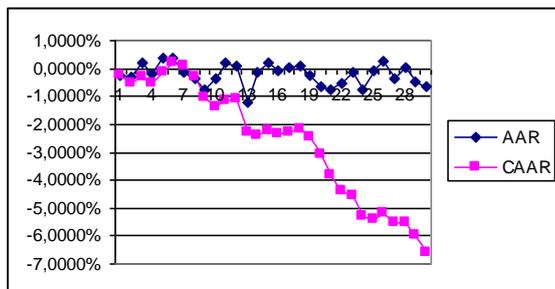
**Figure 3 Evolution des rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontières.**



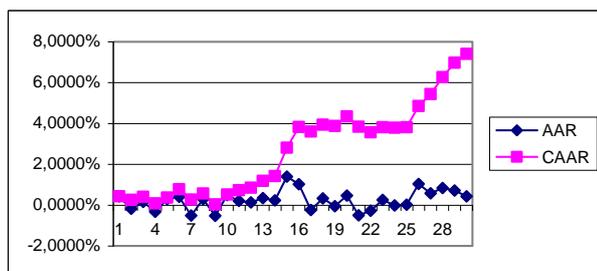
Mis en forme : Retrait : Gauche : 3 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Concernant les annonces de fusions transfrontières, un impact significatif et positif sur les cours apparaît un jour avant et le jour même de l'annonce, le quatrième et le cinquième jour, le dixième et le onzième (Cf. annexe C). L'événement semble avoir été peu anticipé. L'accueil plutôt favorable des acteurs financiers à l'égard des annonces d'acquisitions notamment internationales est surprenant. De nombreuses interrogations sont ainsi soulevées quant à l'interprétation de tels résultats. Les fusions et acquisitions transnationales pourraient refléter le bénéfice attendu associé à une diversification (diminution du risque global inhérente à une diversification géographique et à l'accroissement de l'échantillon de clients potentiels). Lors d'intégration de métiers complémentaires, c'est-à-dire lorsque les cycles auxquels sont sensibles ces métiers ne sont pas strictement corrélés de manière positive, un effet important attendu des rapprochements peut être la diminution du risque global. Notons que les acquisitions transfrontières sont essentiellement de petites acquisitions. Nous n'avons pas relevé d'opérations entre égaux à l'international. Ceci suggérerait-il que la taille de l'entreprise acquise soit déterminante ? Pour lever le doute nous avons comparé les acquisitions domestiques entre banques de tailles différentes afin d'opérer une comparaison avec les acquisitions transnationales. Il ressort une prime pour les opérations transnationales et des rendements négatifs pour les opérations domestiques.

**Figure 4 Evolution des rendement anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux opérations de fusions et acquisitions bancaires domestiques entre banques dissimilaires en termes de taille**



**Figure 5 : Evolution des rendement anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux opérations de fusions et acquisitions bancaires transnationales entre banques dissimilaires en termes de taille.**

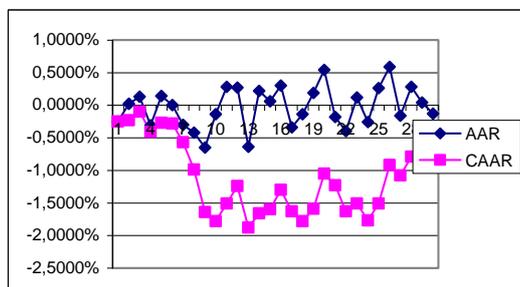


Mis en forme : Retrait : Gauche : 3 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

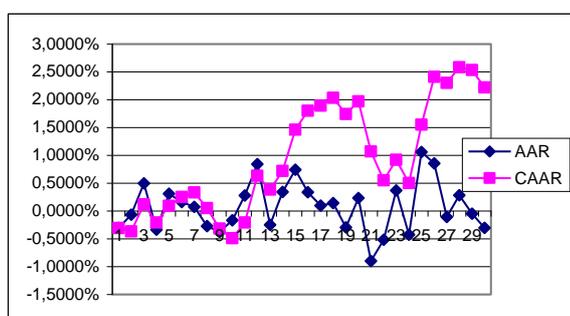
L'effectif concernant les opérations de fusions et acquisitions effectuées par des banques de petite taille (fonds propres < 5 milliard d'euros) ou de grande taille (fonds propres > 15 milliards d'euros) ne nous permet pas de fonder l'hypothèse de la taille. Toutefois nous proposons de visualiser les résultats.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Taquets de tabulation : Pas à 15,56

**Figure 6 : Evolution des rendement anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux opérations de fusions et acquisitions bancaires entre banques de grande taille.**



**Figure 7 : Evolution des rendement anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux opérations de fusions et acquisitions bancaires entre banques de petite taille.**



## 5 DISCUSSION

La littérature d'études d'événements qui analysent le marché des États-Unis conclut que les fusions bancaires ne créent pas de valeur. (Houston et Ryngaert, 1994, Rhoades, 1994<sup>xi</sup>). Les principaux résultats concernant le marché bancaire américain révèlent que l'acquéreur souffre d'une perte (Amel, Colleen, Panetta et Salleo, 2003) et de façon plus générale que les fusions bancaires ne créent pas de valeur (Focarelli, Panetta et Salleo, 2002).

Si cette absence de création de valeur est conforme à ce qui était attendu, compte tenu du fait que les études sur le secteur bancaire ne parviennent pas à établir de relation entre la taille et les différents types de synergies attendus de la consolidation, ceci n'exclue pas l'approche de théories alternatives. Attendu que notre échantillon ne concerne que l'annonce d'opérations de fusions et acquisitions de firmes financières il est possible de chercher des explications dans la littérature sur les stratégies de diversification liées.

Une question clé dans au sein des recherches sur la diversification est la relation entre les stratégies de diversification et la performance. Selon Rumelt (1974) les stratégies de diversification liées<sup>xiii</sup> sont supérieures aux stratégies non liées. Mais les preuves empiriques sont mixtes. Lutbakin (1987) ne trouve pas de différence significative entre diversification liée et non liée. Singh et Montgomery (1987) vont dans le même sens même si ces derniers soulignent des rendements anormaux plus élevés pour la cible lorsque celle-ci est liée.

Alors que stratégiquement l'acquisition liée peut créer de la valeur, dans de nombreuses circonstances cet accroissement de valeur est distribué vers les actionnaires de la cible

uniquement. Autrement dit, le fait que deux firmes soient stratégiquement liées n'est pas une condition suffisante pour que les actionnaires acquéreurs ~~d'avoir des~~ bénéficient de rendements positifs (Barney, 1988 ; Capron et Pistre, 2002). En effet, des lors qu'ils'il existe une concurrence entre différents acquéreurs potentiels pour une même cible, la prime d'acquisition va augmenter jusqu'à . Cela fait augmenter le prix . ce que le prix de la prime égalise la valeur actuelle nette des cash flows anticipé. Dans ce cas, l'acquisition peut créer de la valeur, mais la valeur est donnée aux actionnaires de la cible, les rendements pour l'acquéreur sont nuls. Cette conclusion est en cohérence avec l'équilibre des marchés parfaitement compétitifs (Hirshleiffer, 1980<sup>xiii</sup> ; Jensen et Ruback, 1983).

Selon Barney (1988), l'acquéreur n'est en mesure de gagner des rendements anormaux que lorsque le marché pour le contrôle des sociétés est imparfaitement concurrentiel, *i.e.* dès lors qu'il existe une synergie unique et inimitable entre acquéreur et cible. Dans cette occurrence, la cible a plus de valeur pour un acquéreur que pour un autre, il pourra en attendre un gain. En revanche, si les cibles ont la même valeur pour deux acquéreurs les gains iront à la cible. La présence d'un « fit » unique dépend des contributions respectives des ressources de chaque partenaire. Prolongeant la réflexion, Capron et Pistre (2002) établissent que lorsque les gains synergétiques dérivent des ressources de la cible, les ressources seront valorisées de façon identique pour les différents acquéreurs potentiels. En revanche, quand les gains proviennent des ressources spécifiques d'un acquéreur, la cible n'aura pas la même valeur pour chaque acquéreur potentiel. En d'autres termes, l'absence de gains pour l'acheteur pourrait donc s'assimiler à la captation de l'ensemble des gains attendus par la cible.

Un autre courant théorique pourrait expliquer l'absence de gains pour l'acquéreur. Celui-ci trouve son fondement dans l'hypothèse d'opportunisme des agents (Jensen et Meckling, 1976). Selon cette approche les managers sont censés rechercher, à travers les acquisitions, la maximisation de leur propre utilité au dépend des actionnaires (D.C. Mueller, 1969). La recherche de l'accroissement de la taille par les directeurs des banques viserait avant tout l'obtention d'avantages personnels, que ceux-ci soient liés au prestige (l'utilité managériale non pécuniaire, telle que le pouvoir ou le prestige, étant perçue comme liée à la taille de la firme), ou au niveau de salaire (la rémunération étant fonction de la taille de l'entreprise)<sup>xiv</sup> (R. Vander Venet, 1996). L'hypothèse d'opportunisme des agents conduit à établir que les managers canalisent leurs dépenses selon leurs préférences privées. La rémunération des dirigeants dépendant de la taille des entreprises incite ces derniers à favoriser une stratégie de

croissance, parfois même au détriment de la création de richesse. De façon similaire, une stratégie d'empire peut traduire la volonté de créer une diversification de portefeuille à l'intérieur de la firme afin de baisser le risque attaché à l'emploi des dirigeants. En effet, si les actionnaires peuvent facilement baisser leurs risques en diversifiant leur portefeuille, les dirigeants ne sont pas en mesure de le faire ; la plus grosse partie de leur capital (le capital humain) est engagé dans l'entreprise. La diversification des activités de l'entreprise présente ainsi pour le dirigeant l'opportunité de réduire les risques, mais un tel comportement n'est pas dans l'intérêt de l'actionnaire. Selon la théorie financière, l'actionnaire est en mesure de diversifier plus efficacement ses risques en détenant un portefeuille d'actions de diverses entreprises. Les motivations non maximisatrices de valeur pour les fusions et acquisitions ont été analysées dans des papiers récents (Cornett Hovakimian, Palia et Tehranian, 2003).

~~Singh et Montgomery 1987 montrent que stratégiquement les acquisitions liées créent plus de valeur que les non liées mais cette valeur est capturée par la cible.~~

L'apport de cette étude réside toutefois dans la différence des résultats obtenus selon le type d'opération : transfrontière ou nationale. Les résultats de cette recherche concernant les opérations transfrontières sont surprenants. En effet, ceux-ci sont en contradiction avec les études effectuées sur le marché bancaire américain par DeLong (2001) selon lesquelles seules les fusions focalisées (géographique ou produit) créent de la valeur. ~~mais~~ Notre recherche est également en contradiction avec celle réalisée par Cybo-Ottone et Murgia (2000) sur le secteur bancaire européen. Ces auteurs attestent des rendements anormaux significativement positifs pour les acquisitions domestiques et des rendements négatifs pour les acquisitions transfrontières. La différence de période étudiée pourrait expliquer des résultats divergents. En effet, ces auteurs se sont intéressés aux opérations effectuées sur la période 1988-1997. Or, la période actuelle se distingue des précédentes par un certain nombre de faits marquants. Le premier d'entre eux réside dans la valeur totale des sommes mises en jeu. Alors que le nombre annuel de fusions et acquisitions dans le secteur financier a tendance à stagner autour de 300 depuis 1994, le montant total des transactions a été multiplié par 6,5 au cours de la dernière décennie (150 milliards de dollars en 2002, contre 20 milliards en 1990<sup>xv</sup>). Mais plus que la valeur totale des fusions et acquisitions, la taille et la composante métier caractérisent la période actuelle. Le montant moyen des opérations a connu une très forte progression, nous

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

sommes passés de 160 millions de dollars en 1994 à plus d'un milliard de dollar en 2000. Ceci laisse entendre que des opérations aujourd'hui plus coûteuses mais aussi plus complexes soient à l'origine d'un accueil défavorable par les marchés. En outre la taille d'échantillon de l'étude de Cybo-Ottone et Murgia (54 entreprises n'incluant pas seulement des banques) mais également l'exclusion de l'échantillon de toute cible non cotées peut expliquer la divergence des résultats obtenus.

Nos résultats sont cependant en accord avec ceux de Hughes Lang Mester et Moon (1999) qui suggèrent que les bénéfices économiques de la consolidation sont plus forts pour les banques engagées dans une expansion interétatique et en particulier l'expansion interétatique qui diversifie les risques macroéconomiques bancaires. Si l'on analyse la géographie des acquisitions transfrontières européennes on peut s'apercevoir que nombre de banques ont choisi d'investir dans les pays où le taux de bancarisation est faible. La maturité du marché de certains pays ne permet pas d'envisager des rythmes de progression élevés à moyen terme dans la banque de détail. Le développement de petites opérations dans des pays où le potentiel de développement économique est important comme les pays de l'ancien bloc soviétique peut présenter un intérêt stratégique certain.

L'intérêt n'est alors pas de réaliser des synergies importantes mais d'y exporter un savoir-faire et de profiter du potentiel de développement de la zone. Cette stratégie de croissance s'avère moins coûteuse et moins risquée que de très grosses opérations, avec cependant un rythme de développement moins élevé mais mieux contrôlé. Ainsi, une source importante de synergie dans les acquisitions transfrontières peut dériver des transferts potentiels d'actifs intangibles précieux tel le savoir faire (Seth, Song et Pettit, 2002). Ces éléments peuvent expliquer en partie la valorisation élevée des opérations transfrontières de notre étude et cautionnent la théorie de Capron et Pistre (2002).

## CONCLUSION

Finalement les résultats des différentes études semblent être en contradiction avec les motivations annoncées par les praticiens en faveur de la consolidation puisque reliées aux économies d'échelle et de champ (Cf. étude du groupe des dix), l'amélioration de la qualité du management et la création de valeur pour l'actionnaire.

Mis en forme : Espace Après : 0 pt,  
Bordure : Bas: (Pas de bordure)

Mis en forme : Titre 2, Retrait :  
Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace  
Après : 0 pt

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0  
cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt,  
Taquets de tabulation : Pas à 15,56  
cm

Plusieurs explications sont possibles pour interpréter ce décalage entre la croyance des professionnels et les preuves économétriques. La première pourrait être relative à l'absence de résultats nets et tranchés sur les effets des fusions et acquisitions en termes d'efficience, révélant par là l'extrême difficulté pour mesurer les améliorations d'efficience. En outre, il ne faut pas négliger l'éventualité selon laquelle les gains ne puissent apparaître qu'après certains délais. Les études portant sur une période post fusion relativement courte seraient insuffisantes pour tenir compte des effets bénéfiques des fusions.

Notre étude fait apparaître des rendements anormaux négatifs pour l'ensemble de l'échantillon. La théorie de l'efficience ne peut donc fournir une explication réelle aux fusions et acquisitions du secteur bancaire. Elles ne semblent pas fournir *ex post* la création de valeur espérée aux actionnaires du repreneur, elles ont surtout engendré des coûts de restructuration importants et des problèmes d'intégration. Les acquisitions augmentent la complexité bureaucratique des entreprises et attirent l'attention du management sur l'intégration des entreprises plutôt que sur la recherche d'opportunités de marché<sup>xvi</sup>. Faut-il alors voir dans nombre de ces rapprochements une absence de vision et le reflet d'une pensée unique du marché où les fusions et acquisitions sont une fin en soi et non l'instrumentalisation d'une stratégie ou bien concevoir ces opérations comme constituant des stratégies défensives indépendantes de logiques industrielles bien spécifiées ? Cette recherche pourrait connaître un prolongement dans l'analyse d'une prime à la diversification. Notamment comprendre en quoi la similarité/complémentarité des activités serait en mesure d'expliquer une différence de valorisation boursière entre opérations transfrontières et domestiques.

#### BIBLIOGRAPHIE

**AGMON T. ET LESSARD D.R. (1973)**, "Investor Recognition of Corporate International Diversification", *Journal of Finance*, 32 (4), p.1049-1055

**AKHIBE A. ET MCNULTY J. (2003)**, "The Profit Efficiency of Small US Commercial Banks", *Journal of Banking and Finance*, 27, p. 307-325.

**ALLEN L. ET RAI A. (1996)**, "Operational Efficiency in Banking: An International Comparison", *Journal of Banking and Finance*, 20, p. 655-672.

**ALTUNBAS Y., GARDENER E.P. M., MOLYNEUX P., MOORE B. (2001)**, "Efficiency in European Banking", *European Economic Review*, 45, p.1931-1955.

**AMEL D., COLLEEN B., PANETTA F. ET SALLEO C. (2003)**, "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", *Journal of Banking and Finance*, article in press.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

Mis en forme : Aucun(e), Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**AMIHUD Y. DELONG G. ET SAUNDER A. (2002)**, “The Effects of Cross Border Bank Mergers on Bank Risk and Value”, *Journal of International Money and Finance*, 21, p. 857-877.

**ANSOFF I. (1968)**, “Les stratégies de développement de l’entreprise”, *Paris, Hommes et Techniques*, 163 pages.

**BAIN J.S. (1951)** “Relation of Profit Rate to industry concentration, american manufacturin, 1936-1940”, *Quarterly Journal Of Economics*, 65 (3), p.293-324.

**BARNES P. (1985)**, “UL Building Societies: A Study of the Gains from Merger”, *Journal of Business Finance and Accounting*, ,Spring, p. 75-91.

**BARNEY J.B.(1988)** “Return to Bidding Firms on Mergers and Acquisitios: Reconsidering the Relatedness Hypothesis”, *Strategic Management Journal*, 9, Special Issue, p.71-78.

**BENSTON G.J. HANWECK G.A. HUMPHREY D.B. (1982)**, “Scale Economies in Banking”, *Journal of Money Credit and Banking*, November, 14 (4), p. 435-456.

**BENSTON G.J. (1994)** “Universal Banking”, *Journal of Economic Perspectives*, 8 (3), p 121-143.

**BERGER A.N. DEMSETZ R.ET STRAHAN P. (1999)**, “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future”, *Journal of banking and finance*, 23, p.135-194.

**BERGER A.N. HANCOCK D. ET HUMPHREY D.B. (1993)**, “ Bank Efficiency Derived from the Profit Function” ,*Journal of Banking and Finance*, 17, p.317-347

**BERGER A.N. ET HANNAN T.H. (1989)**, “The Price Concentration Relationship in Banking”, *Review of Economics and Statistics*,71, p. 291-299

**BERGER A.N. ET HANNAN T.H. (1997)**, “Using Efficiency Measures to Distinguish Among Alternative Explanations of the Structure Performance Relationship in Banking”, *Managerial Finance*, 23 (1), p.6.

**BERGER A.N. GOLDBERG L.G ET WHITE L.J. (2001)**, “The Effects of Dynamic Changes in Bank Competition on the Supply of Small Business”, *European Finance Review*, 5, p. 115.

**BERGER A. N. HANWECK G. H. ET HUMPHREY D. B. (1987)**, “Competitive Viability in Banking”, *Journal of Monetary Economics*, 20, p. 501-520.

**BERGER A.N. ET HUMPHREY D.B. (1991)**, “The Dominance of Inefficiencies Over Scale and Product Mix Economies in Banking”, *Journal of Monetary Economics*, 28, p. 117-148.

**BERGER A.N HUNTER W.C. ET TIMME S.G. (1993)**, “The Efficiency of Financial Institutions, a Review and Preview of Research Past, Present, and Future”, *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 221-249.

**BERGER A.N. ET MESTER L.J. (1997)**, “Inside the Black Box: What Explains Differences in The Efficiencies of Financial Institutions?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, p. 895-947.

**BERGER AN ET OFEK (1995)**, “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, 37, p.37-65

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**BERKOVITCH E. ET NARAYANAN M P. (1993)**, “Motives for Takeovers: An Empirical Investigation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (3); p. 347.

**BETTIS R. A; ET PRAHALAD C K. (1995)**, “The Dominant Logic:Retrospective and Extension”, *Strategic Management Journal*, 16 (1) p. 5.

**BUCH C.M. ET DELONG G. (2003)**, “Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal?”, *Journal of Banking and Finance*, article in press (Elsevier).

**BURKART O. GONSARD H. ET DIETSCH M. (1999)**, “L’efficience coût et l’efficience profit des établissements de crédit français depuis 1993”, *Bulletin de la commission bancaire*, n°20, avril, p. 43-66.

**CALEM P.S. ET CARLINO G.A. (1991)**, “The Concentration/ Conduct Relationship in Bank Deposit Markets”, *Review of Economics and Statistics*, 73 (2), p.268-276.

**CLARK J.A. (1988)**, “Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: a Review of Literature”, *Economic Review*, 73(8), p. 17-33.

**CANALS J. (1993)**, “Competitive Strategies in European Banking”, *Oxford, Clarendon Press*, Chapters 8; 9 ; 10 ; 11.

**CAPRON L. ET PISTRE N. (2002)**, “When Do Acquirers Earn Abnormal Returns”, *Strategic Management Journal*, 23 (9), p.781-794.

**CHATTERJEE S. (1986)**, “Types of Synergy and Economic Values: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms”, *Strategic Management journal*, 7, p. 119-139.

**CORNETT M.M. et H. TEHRANIAN (1992)**, “Changes in Corporate Performance Associated With Bank Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 31, p. 211-234.

**CORNETT M., HOVAKIMIAN G. PALIA D., TEHRANIAN H. (2003)**, “The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns”, *Journal of Banking and Finance*, 27, p.103–131.

**CORVOISIER S. ET GROPP R. (2002)**, “Bank concentration and retail interest rates”, *Journal of Banking and Finance*, 26, p. 2155–2189

**CYBO-OTTONE A., MURGIA M. (2000)**, “Mergers and Shareholder Wealth in European Banking”, *Journal of Banking and Finance*, 24, p. 831-859.

**DELONG G. L. (2001)**, “Stockholder Gains From Focusing Versus Diversifying Bank Mergers”, *Journal of Financial Economics*, 59, p. 221-252.

**DIETSCH M. (1992)**, “Quel modèle de concurrence dans l’industrie bancaire?”, *Revue Economique*, n°2, mars, p. 229-260.

**EMERY F.E. ET TRIST E.L. (1965)**, “The Casual Texture of Organizational Environments”, *Human Relations*, 18 (1), p. 21-32

**EUN C.S. KOLODNY R. ET SCHERAGA C. (1996)**, “Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth : Test of the Synergy and Internalization Hypotheses”, *Journal of Banking and Finance*, 39 (5) p.1325-1344.

**FAMA E. FISCHER L. JENSEN M. ET ROLL R. (1969)** “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, 10, Feb. p. 1-21.

**Mis en forme :** Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**Mis en forme :** Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

**Mis en forme :** Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**Mis en forme :** Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**Mis en forme :** Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

**FIXLERD.J. ET ZIESCHANG D. (1993)**, "An Index Number Approach to Measuring Bank Efficiency: an Application to Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 437-450.

**FOCARELLI D. ET POZZOLO A.F. (2001)**, "The Patterns of Cross Border Bank Merger and Shareholdings in OECD Countries", *Journal of Banking and Finance*, 25, p. 2305-2337.

**FOCARELLI D. PANETTA F. ET SALLEO C. (2002)**, "Why do Banks Merge? ", *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(4), p. 1047-1066.

**GALLO G.J. APILADO V.P. KOLARI J.W. (1996)**, "Commercial Bank Mutual Fund Activities: Implications for Bank Risk and Profitability", *Journal of Banking and finance*, 20, p. 1775-1791

**GILBERT R. A. (1984)** "Bank Market Structure and Competition: a Survey", *Journal of Money Credit and Banking*, part II, 16 (4), p. 617-645.

**GILLIAN T. MARSHALL W. ET SMIRLOCK M. (1987)**, "Tobin's q and the Structure Performance Relationship: Reply", *American Economic Review*, 76 (5), p. 1211-1213.

**GILLIGAN T.W. ET SMIRLOCK M.L. (1984)**, "An Empirical Study of Joint Production and Scale Economies in Commercial Banking", *Journal of Banking and Finance*, 8, p. 67-77

**GOLDBERG L.G. ET RAI A. (1996)**, "The Structure-Performance Relationship for European Banking", *Journal of Banking and Finance*, 20, p.745-771.

**GRABOWSKI R. RANGAN N. ET REZVANIAN R. (1993)**, "Organisational Forms in Banking: an Empirical Investigation of Cost Efficiency", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 531-538.

**GROSSMAN S.J. ET STIGLITZ J.E. (1976)**, "Information and the Competitive Price Systems", *American Economic Review*, 66,p.246-253.

**GROUP OF TEN (2001)**, "Report on consolidation in financial sector", *BIS*, Jan .

**HANNAN T.H. (1991)**, "Foundations of the Structure-Conduct-Performance Paradigm in Banking", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23 (1), p. 68.

**HAMEL C.K. ET PRAHALAD G. (1990)**, "The core competence of the corporation", *Harvard Business Review*, May June, p.79.

**HOUSTON J.F. ET RYNGAERT M.D. (1994)**, "The Overall Gains from Large Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 18, p.1155-1176.

**HUGHES J. LOGUE D.E. ET SWEENEY (1975)**, "Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification", *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 10 (4) p.627-637.

**HUGHES J. MESTER L.J. (1993)**, "Accounting for Demand for Financial Capital and Risk Taking in Bank Cost Functions", *Federal Reserve Bank of Philadelphia, W.P.*, p.93-17, June.

**JENSEN M. ET MECKLING W. (1976)**, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, p. 305-360.

**JENSEN M.C. ET RUBACK R. (1983)**, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of financial Economics*, 11, p. 5-50.

**KITCHING J. (1967)**, "Why do mergers miscary?", *Harvard Business Review*, 45(6), p. 66-76.

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

- LEIBEISTEIN H. (1966)**, "Allocative efficiency and X efficiency", *American Economic Review*, 56, pp. 392-415.
- LESSARD D.R. (1973)**, "International Portfolio Diversification", *Journal Of Finance*, June p.619-632.
- LUBATKIN M. (1987)**, "Merger Strategies and Stockholder Value", *Strategic Management Journal*, 8 (1), p.39-54.
- MAC ALLISTER P.H. ET MAC MANUS D. (1993)**, "Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 389-405.
- MATSUSAKA J.G. (2001)**, "Corporate Diversification, Value Maximization and Organizational Capabilities", *Journal of Business*, 74 (3), p.409-431.
- MILLER S.M. ET NOULAS A.G. (1996)**, "The Technical Efficiency of Large Bank Production", *Journal of Banking and Finance*, 20, p. 495-509.
- MOLYNEUX P. ET THORNTON J. (1992)**, "Determinants of European Bank Profitability: a Note", *Journal of Banking and Finance*, 16, p. 1173-1178.
- MONTGOMERY C. ET SINGH H. (1987)**, "Corporate Acquisition Strategy and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, Jul-Sep, p. 377.
- MORCK R. SHLEIFER VISHNY (1990)** "Do Managerial objectives drive bad acquisitions" *The Journal of Finance*, 45 (1), p.31-48.
- MUELLER D.C. (1969)**, "A theory of conglomerate mergers", *Quarterly Journal of Economics*, 83 (4), p.643-659.
- PERISTIANI S. (1997)**, "Do Mergers Improve the X-Efficiency and Scale Efficiency of U.S. Banks?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (3); p. 326.
- RHOADES S.A. (1993)**, "Efficiency Effects of Horizontal (in-market) Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 411-422.
- RUGMAN A.M. (1976)**, "Risk reduction by international diversification", *Journal of international Business Studies*, 7 (2), p.75-80.
- RUMELT R (1974)**, "Strategy, Structure and Economic Performance", *Harvard University press, Cambridge*.
- RUMELT R (1982)**, "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*; Oct-Dec; 3, 4; p. 359.
- SETH A. (1990)**, "Value Creation In Acquisitions: A Re-Examination Of Performance" *Strategic Management Journal*, 11 (2), p. 99.
- SETH A. (1990)**, "Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation" *Strategic Management Journal*, 11 (6), p. 431
- SETH A. SONG K.P. ET PETTIT R. (2002)**, "Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisition: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of US firms", *Strategic Management Journal*, 23 (10) p. 921-940.
- SAPIENZA (2002)**, "The effects of bank mergers on loan contracts", *Journal of Finance*, 57 (1), p. 329-367.
- SHAFFER S. (1993)**, "Can Megamergers Improve Bank Efficiency?", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 423-436.

**Mis en forme :** Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et latins, Espacement automatique entre les caractères asiatiques et les chiffres

**SMIRLOCK M. (1985)**, "Evidence on The (non) Relationship Between Concentration and Profitability in Banking", *Journal of Money Credit and Banking*, 17 (1), p. 69-83.

**SPINDT P.A. ET TARHAN V. (1993)** "Performance Economies Associate with Small and Medium Size Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 460-462.

**STIGLER G.J. (1950)**, "Monopoly and Oligopoly by Merger" *American Economic Review*, 40, p.23-34

**STIGLER G.J. (1964)**, "A Theory of Oligopoly" *Journal of Political Economy*", 72, p.41-61.

**STIGLITZ J.E. (1981)**, "The Allocation Role of Stock Market", *Journal of Finance*, 2, p. 235-252.

**TEECE D. (1983)**, "Towards an economic theory of the multiproduct firm" *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 3 (1), p. 38-63.

**TRAUTWEIN F. (1990)**, "Merger Motives and Merger Prescriptions", *Strategic Management Journal*, 11, p. 283-295.

**VANDER VENNET R. (1996)**, "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions", *Journal of Banking and Finance*, 20, p. 1509-1530.

**VANDER VENNET R. (2002)**, "Cost and profit Efficiency of Financial Conglomerates and Universal Banks in Europe" *Journal of Money Credit and Banking*, 34 (1), p. 254-282.

**WILLIAMSON O.E. (1975)**, "Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust implications", *Free Press, N.Y.*

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt, Interligne : simple

## ANNEXE A

**Table 1 : Rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) et test t relatifs aux annonces de fusions et acquisitions (effectif =79).**

Jours	AAR	Test t	CAAR	Test t cum
-15	-0,04%	-0,18	-0,04%	-0,18
-14	-0,17%	-0,66	-0,22%	-0,59
-13	0,19%	1,06	-0,02%	-0,06
-12	-0,24%	-1,49	-0,27%	-0,74
-11	0,13%	0,65	-0,14%	-0,33
-10	0,19%	0,87	0,05%	0,1
-9	-0,47%	-2,18*	-0,42%	-0,99
-8	-0,27%	-0,73	-0,69%	-1,26
-7	-0,49%	-2,18*	-1,18%	-2,03*
-6	-0,07%	-0,33	-1,25%	-2,11*
-5	0,18%	0,92	-1,07%	-1,66
-4	-0,02%	-0,1	-1,09%	-1,59
-3	-0,50%	-2,35*	-1,59%	-2,92**
-2	0,02%	0,09	-1,56%	-2,81**
-1	0,43%	1,47	-1,13%	-1,45
0	0,42%	1,19	-0,72%	-0,81
1	-0,48%	-1,51	-1,20%	-1,2
2	-0,06%	-0,18	-1,26%	-1,21
3	0,04%	0,19	-1,22%	-1,19
4	0,56%	2,53**	-0,65%	-0,8
5	-0,04%	-0,22	-0,70%	-0,91
6	-0,28%	-1,33	-0,98%	-1,08
7	-0,20%	-1,08	-1,18%	-1,33
8	-0,31%	-2,05	-1,49%	-1,57
9	-0,18%	-0,96	-1,67%	-1,59
10	0,81%	2,9**	-0,85%	-0,75
11	0,00%	-0,03	-0,86%	-0,83
12	0,60%	2,29*	-0,26%	-0,23
13	0,21%	1,06	-0,05%	-0,04
14	-0,16%	-0,74	-0,21%	-0,17

Tests pratiqués aux seuils statistiques habituels : \*0,05 ; \*\*0,01 ; \*\*\*0,001

Mis en forme : Justifié, Interligne : simple

Mis en forme

## ANNEXE B

**Table 2 Evolution des rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) et test t relatifs aux annonces de fusions et acquisitions bancaires domestiques (effectif=46).**

Jours	AAR	Test t	CAAR	Test t
-15	-0,2720%	-0,79	-0,2720%	-0,79
-14	-0,2060%	-0,83	-0,4780%	-1,89
-13	0,1580%	0,62	-0,3190%	-1,21
-12	-0,2540%	-1,13	-0,5730%	-2,5
-11	0,0470%	0,19	-0,5260%	-2
-10	0,0150%	0,05	-0,5110%	-1,56
-9	-0,4360%	-1,89	-0,9460%	-3,9***
-8	-0,5460%	-2,51**	-1,4930%	-5,77***
-7	-0,4740%	-1,42	-1,9670%	-4,91***
-6	-0,3260%	-1,05	-2,2920%	-5,4***
-5	0,1640%	0,57	-2,1280%	-4,78***
-4	-0,0720%	-0,26	-2,2000%	-5,23***
-3	-1,1630%	-4,52***	-3,3630%	-8,12***
-2	-0,1050%	-0,39	-3,4670%	-6,14***
-1	-0,0330%	-0,08	-3,5000%	-5,26***
0	0,1550%	0,33	-3,3450%	-4,77***
1	-0,7460%	-1,53	-4,0910%	-5,9***
2	-0,2580%	-0,56	-4,3490%	-5,74***
3	0,1460%	0,48	-4,2030%	-5,91***
4	0,5380%	1,48	-3,6640%	-5,1***
5	0,2250%	0,74	-3,4390%	-5,54***
6	-0,2800%	-1,15	-3,7190%	-6,62***
7	-0,3910%	-1,69	-4,1100%	-6,91***
8	-0,4370%	-2,13*	-4,5470%	-7,11***
9	-0,2430%	-0,97	-4,7900%	-6,69***
10	0,6360%	1,92*	-4,1530%	-5,32***
11	-0,4000%	-1,87	-4,5540%	-7,02***
12	0,4490%	2,32*	-4,1050%	-5,88***
13	-0,0110%	-0,05	-4,1160%	-6,43***
14	-0,4200%	-1,52	-4,5350%	-6,8***

Tests pratiqués aux seuils statistiques habituels : \*0,05 ; \*\*0,01 ; \*\*\*0,001

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Justifié, Interligne : simple

Mis en forme

## ANNEXE C

**Table 3 Evolution des rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontières (effectif=33).**

jours	AAR	Test t	CAAR	Test t
-15	0,4289%	1,46	0,4289%	1,39
-14	-0,1012%	-0,18	0,3277%	0,4
-13	0,2547%	1,03	0,5824%	1,55
-12	-0,2299%	-0,98	0,3525%	0,31
-11	0,2345%	0,74	0,5870%	1,09
-10	0,4132%	1,62	1,0003%	2,84***
-9	-0,5126%	-1,28	0,4877%	0,61
-8	0,2918%	0,31	0,7794%	0,57
-7	-0,5317%	-3	0,2477%	0,15
-6	0,3894%	2	0,6371%	2,69**
-5	0,2137%	0,84	0,8508%	2,47**
-4	0,0458%	0,17	0,8966%	2,76**
-3	0,4203%	1,47	1,3169%	3,48***
-2	0,2261%	0,57	1,5431%	3,03***
-1	1,3931%	5,73***	2,9362%	7,73***
0	1,0235%	2,09*	3,9597%	5,28***
1	-0,0469%	-0,15	3,9128%	4,74***
2	0,2490%	0,6	4,1618%	4,96***
3	-0,1330%	-0,63	4,0288%	5,15***
4	0,5979%	3,65***	4,6267%	6***
5	-0,4988%	-3,33***	4,1279%	4,76***
6	-0,2771%	-0,69	3,8507%	4,36***
7	0,2349%	0,79	4,0856%	5,25***
8	-0,1106%	-0,5	3,9750%	5,18***
9	-0,0833%	-0,31	3,8917%	5,1***
10	1,0630%	2,19*	4,9548%	5,57***
11	0,5138%	2,05*	5,4685%	5,87***
12	0,8351%	1,44	6,3036%	5,39***
13	0,7069%	1,78	7,0105%	5,73***
14	0,3694%	1,07	7,3799%	5,59***

Tests pratiqués aux seuils statistiques habituels : \*0,05 \*; \*\*0,01 ; \*\*\*0,001

## ANNEXE D

**Table 4 Evolution des rendement anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) et test t relatifs aux opérations de fuions et acquisitions bancaires domestiques entre banques dissimilaires en termes de taille. (effectif=17)**

jour	AAR	CAAR	test
-15	-0,2200%	-0,2200%	-0,41
-14	-0,3000%	-0,5200%	-0,93
-13	0,1900%	-0,3300%	0,87
-12	-0,1900%	-0,5200%	-0,46
-11	0,3700%	-0,1400%	0,87
-10	0,3500%	0,2100%	0,7
-9	-0,1100%	0,1000%	-0,4
-8	-0,3900%	-0,2900%	-1,39
-7	-0,7400%	-1,0300%	-1,38
-6	-0,3400%	-1,3700%	-0,7
-5	0,2100%	-1,1600%	0,61
-4	0,0700%	-1,0900%	0,19
-3	-1,1900%	-2,2800%	-4,03***
-2	-0,1500%	-2,4300%	-0,42
-1	0,2000%	-2,2300%	0,48
0	-0,1000%	-2,3300%	-0,17
1	0,0200%	-2,3100%	0,06
2	0,1100%	-2,2000%	0,26
3	-0,2500%	-2,4500%	-2,89**
4	-0,6200%	-3,0700%	-2,19*
5	-0,7700%	-3,8400%	-1,82
6	-0,5600%	-4,4000%	-2,24*
7	-0,1300%	-4,5400%	-0,38
8	-0,7800%	-5,3100%	-2,48**
9	-0,0900%	-5,4000%	-0,3
10	0,2400%	-5,1700%	0,83
11	-0,3700%	-5,5400%	-1,23
12	0,0100%	-5,5300%	0,02
13	-0,4500%	-5,9800%	-1,25
14	-0,6400%	-6,6200%	-1,54

Tests pratiqués aux seuils statistiques habituels : \*0,05 ; \*\*0,01 ; \*\*\*0,001

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Interligne : simple

Mis en forme : Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

## ANNEXE E

**Table 5 : Evolution des rendements anormaux moyens (AAR) et cumulés moyens (CAAR) relatifs aux opérations de fusions et acquisitions bancaires transnationales entre banques dissimilaires en termes de taille (effectif=30).**

jours	AAR	CAAR	test
-15	0,4300%	0,4300%	1,39
-14	-0,1800%	0,2500%	-0,3
-13	0,1600%	0,4000%	0,61
-12	-0,3300%	0,0800%	-1,36
-11	0,2900%	0,3700%	0,87
-10	0,4100%	0,7800%	1,54
-9	-0,5100%	0,2700%	-1,22
-8	0,2900%	0,5600%	0,29
-7	-0,5300%	0,0300%	-2,86**
-6	0,4900%	0,5200%	2,52**
-5	0,2000%	0,7200%	0,71
-4	0,1300%	0,8500%	0,46
-3	0,3400%	1,1900%	1,12
-2	0,2300%	1,4200%	0,55
-1	1,3900%	2,8100%	5,46***
0	1,0200%	3,8300%	1,99*
1	-0,2400%	3,6000%	-0,8
2	0,3300%	3,9300%	0,76
3	-0,0600%	3,8700%	-0,28
4	0,4700%	4,3400%	3,07
5	-0,5000%	3,8400%	-3,18***
6	-0,2800%	3,5600%	-0,66
7	0,2500%	3,8100%	0,77
8	-0,0200%	3,7900%	-0,08
9	0,0200%	3,8100%	0,05
10	1,0400%	4,8500%	1,98*
11	0,5800%	5,4300%	2,15*
12	0,8400%	6,2600%	1,37
13	0,7100%	6,9700%	1,7
14	0,4300%	7,4000%	1,17

Tests pratiqués aux seuils statistiques habituels : \*0,05 ; \*\*0,01 ; \*\*\*0,001

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Interligne : simple

Mis en forme : Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

Mis en forme : Justifié, Retrait : Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm, Espace Après : 0 pt

## NOTES DE FIN

<sup>i</sup> Cité par Vander Vennet (2002)

<sup>ii</sup> Cité par Amel et al (2003)

<sup>iii</sup> Cité par Chatterjee (1986)

<sup>iv</sup> Cité par Trautwein (1990)

<sup>v</sup> Cité par Trautwein (1990)

<sup>vi</sup> Une banque est techniquement efficiente dès lors qu'elle maîtrise mieux que les autres les aspects techniques de la production bancaire et parvient à offrir le maximum de services avec un niveau de ressources donné.

Mis en forme : Police :10 pt

<sup>vii</sup> Une banque est économiquement ou allocativement efficiente si elle choisit les combinaisons de facteurs les moins coûteuses et offre les combinaisons de services les plus profitables.

Mis en forme : Police :10 pt

<sup>viii</sup> Cité par Smirlock (1985)

<sup>ix</sup> On notera que la réalisation d'économies d'échelle et de champ nécessite l'intégration effective des établissements. L'acquisition de droit de vote majoritaire est certes intéressante car l'acquéreur peut avoir le pouvoir pour réorienter les buts stratégiques de la banque acquise, mais le maintien de conseil d'administration, département opérationnel et capitaux séparés empêche la réalisation d'économies d'échelle substantielles. (Vander Vennet, 1996.).

<sup>x</sup> Cité par Vander Vennet (2002)

<sup>xi</sup> Cité dans Focarelli, Paneta et Salleo (2002)

<sup>xii</sup> Rumelt considère que des unités d'entreprise sont liées si : L'entreprise sert des marchés similaires, utilise des canaux de distribution similaire, utilise des technologies de production similaire, exploite des recherches scientifiques similaires.

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Police :10 pt

<sup>xiii</sup> Cité par Barney (1988)

<sup>xiv</sup> Les fusions et acquisitions étant la voie la plus facile pour réaliser l'accroissement de la taille.

<sup>xv</sup> Group of ten

<sup>xvi</sup> Notamment les problèmes liés à l'intégration de cultures d'entreprise différentes.

Mis en forme : Police :10 pt

Mis en forme : Justifié, Retrait :  
Gauche : 0 cm, Droite : 0 cm

Mis en forme : Police :10 pt