



Fusions et acquisitions et richesse des actionnaires : le cas des banques européennes

Abdourahmane Diaw

► To cite this version:

Abdourahmane Diaw. Fusions et acquisitions et richesse des actionnaires : le cas des banques européennes. Économie et finance quantitative [q-fin]. Université Paris 8, 2012. Français. NNT : . tel-01184529

HAL Id: tel-01184529

<https://hal.science/tel-01184529>

Submitted on 15 Aug 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NoDerivatives 4.0 International License

Université Paris 8 – Vincennes – Saint-Denis

U.F.R. A.E.S. – Economie & Gestion

Fusions et acquisitions et richesse des actionnaires : le cas des banques européennes

Thèse en vue de l'obtention du grade de Docteur en Sciences économiques de l'Université de
Paris 8

Présentée et soutenue publiquement à Saint Denis le 05 décembre 2012 par

Monsieur Abdourahmane DIAW

Membres du Jury

M. Patrice GEOFFRON, Professeur à l'Université Paris-Dauphine, rapporteur

M. Michel ROUX, Professeur à l'Université Paris 13, rapporteur

M. Olivier PASTRE, Professeur à l'Université Paris 8

Mme. Esther JEFFERS, Maitre de Conférences HDR à l'Université Paris 8, directrice de thèse

L'Université Paris 8 Vincennes à Saint-Denis n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs

REMERCIEMENTS

Je remercie infiniment ma directrice de thèse madame Esther Jeffers d'avoir encadré mon travail. Je lui suis très reconnaissant de ses conseils avisés, de sa disponibilité et de son aide précieuse. Travailler sous sa direction était une expérience scientifique et humaine enrichissante et formatrice.

Je tiens à remercier les professeurs Patrice Geoffron et Michel Roux d'avoir accepté de juger mon travail en tant que rapporteurs. C'est un honneur de soutenir ma thèse devant eux.

Je souhaite également remercier le professeur Olivier Pastré d'avoir accepté de participer à mon jury de soutenance.

Je remercie également mon ami et frère Diakarya Cissé pour ses encouragements dans mes moments de doute. Aucun remerciement ne serait à la hauteur du soutien de mes parents et de leurs sacrifices.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

A partir de la seconde moitié des années 1990 nous assistons à une vague sans précédent de fusions et acquisitions aux États-Unis et en Europe. Même si le phénomène n'est pas nouveau, son ampleur et les formes qu'il revêt apparaissent inédites. La globalisation financière et l'intensification de la concurrence ont favorisé la hausse des fusions et acquisitions de grande envergure et ont installé l'Europe au cœur des mouvements de concentration. En outre, stimulées par les changements technologiques, ces fusions et ces acquisitions ne se bornent désormais plus au seul secteur industriel, mais concernent au contraire l'ensemble de l'économie et plus particulièrement le secteur bancaire.

Par ailleurs, la dérégulation et l'accélération du processus des innovations financières ont largement contribué à la complexification des formes de financements de fusions et acquisitions, et ont donné aux actionnaires un rôle primordial dans la mise en œuvre de telles opérations, par conséquent la création de valeur pour les actionnaires demeure désormais le principal objectif de ces fusions et acquisitions.

Les fusions et acquisitions bancaires ont explosé aux États-Unis dans les années 1980 et se sont ensuite rapidement propagées à travers le monde à partir des années 1990, devenant donc un phénomène planétaire. Les travaux de Amel et al. (2004) ont montré que la plupart des fusions et acquisitions qui ont eu lieu dans les services financiers entre 1990 et 2001 ont touché les banques, ce qui représente près de 53% de l'ensemble des fusions et acquisitions dans le secteur financier¹, soit une valeur de 1835 milliards de dollars.

La décennie 90 a été également marquée par une augmentation des « mégafusions² ». Le rapport du Groupe des Dix (2001) indique d'ailleurs que sur les 246 mégafusions³ qui ont eu lieu sur la période 1990-1999, plus de 80% d'entre elles se sont déroulées entre 1995 et 1999.

¹ 8144 opérations de fusions et acquisitions bancaires sur un total de 15502 opérations de fusions et acquisitions dans le secteur financier.

² C'est-à-dire des fusions et acquisitions entre institutions dont les actifs sont supérieurs à 1 milliard de dollars.

³ En Europe un certain nombre de méga-transactions ont eu lieu entre 1999 et 2002 qui ont abouti à la création de cinq des plus grands groupes bancaires européens (BNP Paribas en France, en Italie IntesaBsci, Banco Santander Central Hispano et Banco Bilbao Vizcaya Argentaria en Espagne, et Royal Bank of Scotland au Royaume-Uni).

Par ailleurs, en Europe, la part de marché des fusions et acquisitions bancaires a connu une envolée extraordinaire. En effet, cette dernière est passée de 1,4% en 1990 à 18,7% en 2007 (*Thomson One Banker*). Ces fusions se sont traduites par une diminution remarquable du nombre d'établissements de crédits. En 1997 l'Union européenne comptait 8637 établissements ; fin 2007 il n'y en avait plus que 6128 près de 29,04 % de moins (*BCE, 2009*). En outre, les fusions et acquisitions se sont essentiellement déroulées à l'échelle nationale avec l'émergence à partir de 1997 des grands « champions domestiques » dans la majorité des pays européens.

En Italie, le secteur bancaire a connu une vague de consolidation très intense. La mise en place de la loi Amato du 30 juillet 1990 et la loi Ciampi a provoqué des vagues de fusions et acquisitions dans le pays. D'ailleurs dès 1998 la Banca Intesa, un des plus grands groupes bancaires italiens, a été constitué à partir de la fusion de plusieurs caisses d'épargne régionales, de banques coopératives et des banques privées. Par ailleurs, Unicredito, la première banque d'Italie, a été créée à partir de la fusion de Credito Italiano qui était sous le contrôle de l'Etat Italien et de plusieurs caisses d'épargne. En 2007, suite à la crise des subprimes, Intesa San Paolo est constitué du fait de la fusion entre Intesa et Sanpaolo IMI⁴ ; l'année suivante, Banca Monti dei Paschi rachète la banque italienne Antonveneta à Santander.

En Autriche, les caisses d'épargne ont toujours été administrées par le droit privé jusqu'en 1979, date à laquelle l'Etat autrichien a introduit la loi sur le système de crédit qui met les caisses d'épargne et les banques universelles en concurrence. C'est ainsi que le Creditanstalt a été acquis par Bank Austria, lequel a été acheté par la banque allemande Hypo Vereinsbank et cette dernière a été également acquise par la banque italienne Unicredito en 2005.

Au Royaume-Uni, les restrictions réglementaires liées aux activités des caisses d'épargne ont été abrogées dès 1976. Face à la concurrence intense qui sévissait sur le marché bancaire britannique, les « Saving Banks » se sont regroupées en holding dénommé TSB (*Trustee Savings Banks*) et se sont introduites en Bourse en 1986⁵.

⁴ Intesa est issue de la fusion en 1998 des groupes Cariplo, AntoVeneto et Comit. Tandis que Sanpaolo IMI est créé à la suite de la fusion en 1998 de la Compagnia di Sanpaolo, la banque d'affaire Instituto Mobiliara et Banco di Napoli.

⁵ TSB a été acquis par la Lloyds Bank en 1995.

Par ailleurs, la plupart des associations à but non lucratif⁶ ont changé de statut juridique pour devenir des sociétés anonymes. D'ailleurs Lloyds Banking Group a été créé du fait de la fusion entre Lloyds TBS et d'HBOS. Les deux groupes sont eux-mêmes issus de précédentes fusions, Lloyds TBS a été constitué en 1995 après la fusion entre Lloyds et TBS. En outre, l'émergence de HBOS découle de la fusion en 2001 entre Bank of Scotland et Halifax.

En Espagne, le groupe Banco Santander Central Hispano est né de la fusion entre Banco Santander et Banco Central Hispano⁷ en 1999. Par ailleurs, la deuxième banque espagnole, Banco Bilbao Vizcaya Argentina (BBVA) a été créée par la fusion entre la banque publique Argentaria et la Banco Bilbao Vizcaya en 1999. En 2004, Santander a racheté la banque Abbey, en 2007 avec Fortis et RBS, Santander a mené une OPA sur ABN Amro⁸ et a racheté en même temps la banque italienne Antoveneta. En 2008, Santander a acquis les banques Alliance & Leicester et Bradford Bringley.

En France, les banques mutualistes et coopératives ont été très actives dans les opérations de fusions et acquisitions. Le Crédit Agricole a repris en 2003 à l'issue d'une OPA amicale, le Crédit Lyonnais, la nouvelle entité ainsi créée devient le groupe Crédit Agricole- LCL. Les groupes Banque Populaire et Caisse d'Epargne ont fusionné en 2009 pour donner naissance au groupe Banque Populaire-Caisse d'Epargne. Ces fusions ont d'ailleurs permis aux réseaux mutualistes et coopératifs de devenir de grands groupes qui, parallèlement à leur activité traditionnelle de collecte de dépôt et d'octroi de crédit auprès des petits épargnants, des

⁶ En 1810, le reverend Henry Ducan of Ruthwell Dumfriesshire crée une banque fin d'aider les pauvres de ses paroissiens. En 1887, la TSBA, Trustee Savings Bank Association est constituée, afin d'aider les banques individuelles à s'organiser. La Central Trustee Savings Bank est formée en 1973 afin de fournir aux caisses d'épargne un service de clearing et devient en un des membres de London Bankers Clearing House. Le développement des banques a rendu nécessaire leur restructuration et, en 1983, sont formées la TSB England and Wales, TSB Scotland, TSB Northern Ireland. En 1989, TSB England et Wales devient TSB Bank PLC, et TSB Scotland PLC et TSB Northern Ireland deviennent des filiales. En 1991, Allied Irish Banks rachète TSB Northern Ireland, et en 1992 Channel Bank Ireland devient une filiale de TSB Bank. Enfin, en 1995 la fusion avec Lloyds Bank donne naissance à Lloyds TSB.

⁷ BSCH est le résultat du rapprochement des quatre entités espagnoles (Banco Santander (fondé en 1857), Banco Central (fondé en 1919), Banco Hispano Americano (fondé en 1900) et Banco Espanol de Credito (Banesto, fondé en 1902). Banco Central et Banco Hispano Americano avaient d'abord fusionné en 1991, donnant naissance au groupe BCH.

⁸ Le 29 mars 1824, le Roi Willem I publie un décret portant création de la Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM) avec l'objectif de s'en servir comme structure de soutien au commerce entre les Pays-Bas et les Indes Hollandaises. En 1864, NHM fusionne avec Twentshe Bank pour former Algemene Bank Nederland (ABN), alors qu'Amsterdamsche Bank et Rotterdamsche Bank fusionnaient pour former Amsterdam-Rotterdam (Amro) Bank. En 1991, ces deux banques fusionnaient, l'ensemble prenant le nom : ABN Amro Bank

agriculteurs, des artisans et de la clientèle PME, se sont ajoutées des sociétés anonymes cotées en Bourse et qui peuvent mobiliser d'énormes capitaux, augmenter leur taille dans le but de se protéger d'éventuelles OPA hostiles. Toutefois, l'accroissement de la taille des groupes coopératifs pourrait permettre à ces derniers d'aller à la conquête d'autres marchés en rachetant des banques étrangères. Pour N. Richeez- Battesti et P. Gianfaldoni⁹ (2006) « Les banques coopératives ont donc su contourner les contraintes de mobilisation de capital inhérentes à leur statut, donnant naissance à des groupes hybrides, tournés vers une activité de banque universelle ».

L'accélération des opérations de fusions et acquisitions bancaires a favorisé le développement de nombreux travaux empiriques cherchant à déterminer si ces dernières se traduisent par une performance des banques qui y ont recours, et à identifier les agents susceptibles d'en bénéficier. D'une manière générale, deux perspectives sont privilégiées par l'analyse économique et financière. La première approche consiste à déterminer les incidences réelles des fusions et acquisitions sur les performances économiques des entreprises. Cette analyse s'appuie sur les travaux de Williamson (1968), qui montrent que deux effets résultent de ces stratégies de croissance externe. Le premier concerne la baisse des coûts de production à travers les économies d'échelle, les progrès technologiques et les synergies entre les entreprises fusionnées (effet d'efficience). Le second est souvent négatif du point de vue du bien-être des consommateurs, à trait à l'augmentation des prix de vente (effet de pouvoir de marché). D'ailleurs, les travaux de Berger, Demsetz et Strahan (1999) ont montré que les fusions et acquisitions bancaires domestiques augmentent le niveau de concentration. Néanmoins, les études de Hannan (1997) et Radecki (1998) ont montré que la corrélation entre le niveau de concentration et pouvoir de marché devrait être relativisée car les décloisonnements des marchés ont joué un rôle significatif dans la réduction du pouvoir de marché en encourageant l'entrée de nouveaux compétiteurs et en diminuant le degré de contestabilité des marchés bancaires.

La seconde approche s'attache plutôt à établir l'impact à court terme des opérations de fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires. La méthode la plus immédiate d'évaluer la performance des banques qui fusionnent consiste à examiner l'impact de l'annonce de l'opération sur l'évolution de la valorisation boursière, afin de déterminer si celle-ci est à

⁹ Les banques coopératives en France : Défi de la performance et de la solidarité Edition Harmattan, 2006

l'origine des fluctuations anormales du cours des actions et des effets de richesse pour les actionnaires. La méthode utilisée est celle des études d'événements : il s'agit de mesurer dans un intervalle de temps comprenant la date de l'annonce de la fusion, l'écart entre la rentabilité effective des actifs et le cours théorique de l'action que l'on aurait observé si la fusion n'avait pas eu lieu.

Les « études d'événement » permettent en premier lieu de rendre compte de la manière dont la fusion est perçue par le marché, dans la mesure où elle révèle les anticipations des agents économiques relatives aux profits futurs de la banque. En outre, cette méthode revient également à tester l'hypothèse selon laquelle l'action des dirigeants répond correctement aux objectifs des actionnaires.

Les études empiriques qui analysent l'impact des fusions et acquisitions sur le patrimoine des actionnaires sont très mitigées. En termes de création de valeur, les études américaines des années 1980 ont montré que les fusions et acquisition bancaires détruisent de la valeur avec un effet négatif pour l'acquéreur, positif pour la cible et neutre pour le nouvel ensemble. Par contre, des recherches se fondant sur des données des années 1990 (Zhang, 1995 ; Becher, 2000) ont montré que l'effet pouvait être positif pour l'entité combinée. Les recherches peu nombreuses conduites sur des banques européennes vont dans le même sens. Beitel et Schiereck (2001) affirment que les fusions et acquisitions bancaires créent de la valeur aussi bien pour les actionnaires des cibles que ceux des acquéreurs.

Cybo-Ottone et Murgia (2000) montrent que les rentabilités anormales, bien que négatives pour l'acquéreur, demeurent positives pour la cible et pour l'entité combinée. Les rentabilités anormales moyennes des cibles sont positives et celle des acquéreurs sont essentiellement nulles, démontrant alors le transfert de richesses des acquéreurs aux cibles. En 2000, ils trouvent que les entités combinées ont des rentabilités anormales positives. DeLong (2003) trouve les mêmes résultats avec des rentabilités plus élevées pour les banques non américaines acquéreuses et moins élevés pour les cibles.

Tourani-Rad et Van Beek (1999) trouvent que les actionnaires des cibles ont gagné plus de rentabilités anormales positives que les acquéreuses. Lepetit et al. (2004) ont trouvé que les fusions et acquisitions affectent positivement les rentabilités des banques fusionnées et les rentabilités des banques cibles se sont améliorées significativement. Diaz et al. (2004) ont

montré que les acquisitions peuvent améliorer la rentabilité des banques européennes. Les fusions et acquisitions suscitent beaucoup d'interrogations et d'incertitudes concernant leur impact en termes de création de valeur et les résultats enregistrés à l'issue des opérations de fusion sont très mitigés. Il paraît dès lors légitime d'engager une réflexion plus approfondie sur l'effet des annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la richesse des actionnaires.

La problématique de la thèse

Cette thèse porte sur le lien entre fusions et acquisitions et création de valeur actionnariale. La problématique consiste à analyser ce paradoxe qui est le recours des banques aux fusions et acquisitions en dépit des résultats des recherches scientifiques qui en démontrent le peu d'efficacité en termes de rentabilité actionnariale. Par ailleurs, en dépit de l'impact majeur du phénomène des fusions et acquisitions sur l'avenir de l'industrie bancaire européenne, il existe actuellement peu de travaux qui s'y sont intéressés. Cela est dû en grande partie au fait que c'est un phénomène relativement récent puisqu'il a commencé à prendre de l'ampleur à partir de 1997. En outre la majorité des études réalisées sur le sujet étaient consacrées aux effets à court terme des fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires, négligeant ainsi l'impact à long terme malgré son importance.

L'étude de l'effet patrimonial des fusions et acquisitions nécessite donc l'examen de plusieurs questions. L'annonce des fusions et acquisitions bancaires a-t-elle un effet sur la richesse des actionnaires dans le court et le long terme ? Existents-ils des facteurs qui déterminent la performance des banques acquéreuses lors de ces regroupements ? Quel est l'impact de l'annonce des fusions et acquisitions transfrontalières sur la volatilité ?

Toutes ces questions et bien d'autres nécessitent un travail approfondi au niveau de la littérature économique mais aussi par des études empiriques.

Organisation de la thèse

Pour répondre aux objectifs de notre thèse, nous organisons notre travail en six chapitres. Le premier chapitre est consacré à l'analyse du phénomène des fusions et acquisitions dans le monde et dans le secteur bancaire européen tout en passant en revue les spécificités des

banques. Nous commençons dans une première section par aborder les justifications de l'existence des banques et le rôle de ces dernières dans le financement de l'économie. Dans la deuxième section nous étudierons l'ampleur prise par le phénomène des fusions et acquisitions, leurs principales caractéristiques et leur évolution dans le temps.

Le deuxième chapitre s'organise en deux sections qui abordent respectivement les motivations externes et les motivations internes des fusions et acquisitions bancaires.

Dans le troisième chapitre nous traiterons les fusions et acquisitions bancaires transfrontalières. La première section sera dédiée aux justifications de l'internationalisation des banques. La seconde section abordera les logiques stratégiques des fusions et acquisitions transfrontalières. La dernière section abordera les freins qui sont associés aux fusions et acquisitions bancaires transfrontalières en Europe.

Le quatrième chapitre sera consacré à une étude approfondie de la méthodologie des études d'événement. La première section passe en revue les différentes étapes de l'étude d'événement ainsi que les différents tests statistiques. La seconde section retrace les critiques qui sont faites à la théorie de l'efficience des marchés financiers.

Dans la cinquième partie, la première section présente les résultats issus des études d'événement à court terme. La seconde section analyse les déterminants de la performance des banques acquéreuses à partir d'un modèle de régression linéaire. La troisième section analyse les effets des fusions et acquisitions bancaires transfrontalières sur le risque.

Le sixième chapitre est consacré à une étude de cas : celui de l'acquisition de la banque Abbey par Santander en juillet 2004. La première section analyse les différentes motivations de cette acquisition. La deuxième section étudie les objectifs de la recherche méthodologique. La troisième section mesure l'impact à court et long termes de cette acquisition sur la richesse des actionnaires.

PREMIÈRE PARTIE.
L'ANALYSE THÉORIQUE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS BANCAIRES
EUROPÉENNES

Dans cette première partie, nous nous proposons d'établir, à partir d'une étude approfondie du secteur bancaire européen et d'une revue de la littérature, un état des connaissances du phénomène des fusions et acquisitions. Dans un premier temps nous étudierons l'évolution de ces fusions dans le monde et dans le secteur bancaire européen (chapitre 1), ensuite nous analyserons les motivations des ces fusions (chapitre 2) et enfin nous étudierons les spécificités des fusions et acquisitions bancaires transfrontalières (chapitre 3).

Chapitre I.

L'ÉVOLUTION DU PHÉNOMÈNE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS ET SPÉCIFICITÉS DES BANQUES

Introduction

Au cours de la décennie 1990, les fusions et acquisitions ont touché tous les secteurs économiques et en particulier le secteur bancaire. Comparé aux autres secteurs, le secteur bancaire accusait beaucoup de retard du fait des réglementations nationales qui ont longtemps protégé les banques des concurrents étrangers. Cependant, depuis une vingtaine d'années on assiste à une montée extraordinaire des fusions et acquisitions bancaires en Europe. Dans ce qui suit nous analyserons tout d'abord les spécificités des banques (section 1) ensuite nous étudierons l'évolution du phénomène des fusions et acquisitions dans le monde et dans le secteur bancaire européen (section 2).

Section 1. Les spécifiques des banques

Les banques jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie. En effet, elles collectent les dépôts, octroient des crédits et contribuent au financement de l'économie. Le rôle des banques est donc de stabiliser l'économie en empêchant les crises du système financier. Si les banques sont bien régulées cela peut contribuer à la croissance et à la prospérité. Tandis que, si ces dernières sont mal gérées, cela peut générer des crises bancaires qui vont paralyser l'économie dans son ensemble. Dans ce qui suit, nous allons faire une revue de la littérature sur les justifications à l'existence des banques (1) et étudier le rôle indispensable de ces dernières dans le financement de l'économie (2).

1. Les justifications de l'existence des banques

Traditionnellement, les banques procèdent au financement des prêts octroyés aux emprunteurs avec les dépôts des épargnants. Ainsi, l'activité principale de la banque est de servir d'intermédiaires entre déposants et emprunteurs. Toutefois, les autres institutions financières telles que les agents de change sont également des intermédiaires entre les acheteurs et les vendeurs des titres financiers. Mais c'est le fait de recevoir des dépôts et d'octroyer des prêts qui distingue la banque des autres institutions financières. Dans un environnement économique déterminé par l'existence d'asymétries d'information et des coûts de transaction, les banques deviennent incontournables. L'existence des banques se justifie par les coûts de transaction (1.1), les asymétries d'information (1.2) et l'assurance liquidité (1.3).

1.1. Les banques réduisent les coûts de transaction

Par définition, les coûts de transaction possèdent deux composantes principales : les coûts de transaction ex-ante et les coûts de transaction ex-post. Les coûts de transaction ex-ante sont les coûts liés à la recherche d'information, les coûts de négociation et les coûts de rédaction des contrats. Les coûts ex-post sont constitués des coûts de bonne exécution des contrats, les coûts de mise en œuvre, les coûts de respect des engagements, les coûts de recours et enfin les coûts de renégociation. C'est la somme des coûts de transaction ex-ante et ex-post qui fait les coûts de transaction (Coase, 1937).

Les banques en tant qu'intermédiaires financiers permettent de réduire les coûts de transaction. Le rôle des banques a été souligné par Gurley et Shaw (1960) qui affirment que la principale fonction de l'intermédiaire financier consiste à collecter de l'épargne des prêteurs ultimes par émissions de titres indirects en vue de financer les emprunts ultimes par achats de titres primaires. En outre, Benston et Smith (1976) ont utilisé la théorie des coûts de transactions pour l'adapter à la firme bancaire « *The raison d'être for this industry is the existence of transaction costs* ». Les banques diminuent les coûts de transaction en exploitant les économies d'échelle et de gamme. L'existence des banques est justifiée par la présence des économies d'envergure.

Formellement, soit une banque qui collecte les dépôts, D et octroie du crédit, L les économies d'envergure existent si la fonction de coût $C(D; L)$ exprime est donnée par les inégalités suivantes :

$$\begin{cases} C(D; 0) + C(0, L) > C(D; L) & (1) \\ \frac{\partial^2 C}{\partial L \partial D} < 0 & (2) \end{cases}$$

Les inégalités (1) et (2) montrent respectivement que la fonction de coût est sous-additive et que le coût marginal d'une activité baisse en fonction de la fluctuation de l'autre activité.

En outre, les travaux de Diamond (1984, 1991), Thakor (1984), Boyd et Prescott (1986) montrent que les banques bénéficient des économies d'échelle dans la collecte et le traitement de l'information et sont donc plus aptes que les marchés à contrôler les débiteurs. Les emprunteurs peuvent réaliser des économies de coûts en s'adressant particulièrement aux banques dans la mesure où ces dernières peuvent exploiter les économies d'échelle et de gamme.

En outre la banque a aussi un avantage en termes de coût par rapport aux marchés du fait de l'existence des asymétries d'information. En effet, l'accès à l'information sur l'évolution du compte courant des emprunteurs permet aux banques de suivre la situation financière d'un déposant et ainsi d'évaluer sa capacité de remboursement. Une banque peut alors surveiller de façon plus efficace ou distinguer les bons des mauvais emprunteurs à travers le compte courant des emprunteurs (Fama, 1985).

Toutefois les travaux de Leland et Pyle (1977) ont montré que si les coûts de transaction peuvent justifier l'existence des banques, leur ampleur ne paraît pas satisfaisante pour en être l'unique cause. Les problèmes d'agence dans le secteur bancaire qui découlent des asymétries informationnelles entre les agents sont plus renforcés contrairement aux autres firmes (Llewellyn, 2001). Le rôle occupé par les asymétries d'information constitue une autre justification de l'existence des banques.

1.2. Les banques réduisent les asymétries d'informations

Les asymétries d'informations expliquent les conditions dans lesquelles, sur un marché quelconque, des agents disposent d'informations pertinentes que d'autres agents ignorent. Cette faiblesse dans le fonctionnement du marché s'explique par des pratiques de sélection adverse¹⁰ et de risque moral¹¹. Un des travaux pionnier sur l'asymétrie d'information fut l'analyse d'Akerlof (1970) concernant le marché des véhicules.

Akerlof examine le marché des véhicules en supposant qu'il existe quatre espèces de véhicules : les véhicules nouvelles de bonne qualité, les véhicules neuves de mauvaise qualité, les véhicules d'occasion de bonne qualité et enfin les véhicules d'occasion de mauvaise qualité. Dans les voitures neuves, il y a une probabilité q qu'elles soient des véhicules neufs de bonne qualité et $(1 - Q)$ d'être d'occasion. On estime aussi que les véhicules d'occasion et neufs sont interchangeables et pour le marché des véhicules neufs, Q est connu par tous les acheteurs. Les groupes des participants maximisent leur espérance d'utilité.

Akerlof suppose ensuite qu'il existe une asymétrie d'information sur le marché des véhicules d'occasions. L'acheteur éventuel de voitures d'occasion ne sait pas si un véhicule est de bonne ou de mauvaise qualité. De ce fait, les voitures d'occasion de bonne et de mauvaise qualité peuvent être cédées au même. Les voitures d'occasions peuvent être vendues à un prix moindre que celui des voitures neuves. La part de véhicules d'occasion à vendre est inférieure à celle des voitures neuves. Soit Q_d la demande de voitures d'occasion, on a :

$$Q_d = D(\varphi, \omega) \quad (3)$$

φ étant le prix et ω la qualité moyenne

¹⁰ La sélection adverse résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant avant la signature d'un contrat de prêt (asymétries d'information ex ante). Les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente les emprunteurs. Le taux d'intérêt ne constitue pas un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux induit la sortie sur le marché des emprunteurs les moins risqués, si bien que seuls les plus mauvais risques restent finalement à la disposition des prêteurs sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss. 1981.).

¹¹ L'aléa moral résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant pendant le déroulement du contrat de prêt. L'emprunteur peut en effet choisir, une fois le financement octroyé, un projet plus risqué que le projet sur la base duquel il a obtenu son crédit.

Soit S l'offre de voiture d'occasion définie comme suit :

$$S = S(\rho) \quad (4)$$

Soit ω la qualité moyenne dont dépend le prix

$$\omega = \omega(p) \quad (5)$$

Soit G le groupe des acheteurs (G_1) avec une utilité notée U_1

$$U_1 = M + \sum_{i=1}^n x_i \quad (i = 1, \dots, n) \quad (6)$$

x_i = La qualité de la i ème voiture et n = nombre de voitures

Groupe des vendeurs (G_2) avec une utilité notée U_2

$$U_2 = M + \sum \left(\frac{3}{2}\right) x_i \quad (7)$$

G_1 et G_2 maximisent l'espérance d'utilité. Le groupe des acheteurs maximisent l'espérance d'utilité. G_1 dispose de N voitures d'occasions dont la qualité est uniformément distribuée dans $[0, 2]$. Le prix des autres biens M est fixé à 1 et Y_1 et Y_2 sont respectivement les revenus de G_1 et G_2 .

Soit un consommateur ayant un revenu R et deux biens en quantité X et Y de prix P_X et P_Y
 $\text{Max } U(X, Y)$ sous contrainte :

$$XP_X + YP_Y \quad (8)$$

A l'optimum nous avons :

$$\frac{U_{m_X}}{P_X} = \frac{U_{m_Y}}{P_Y} \quad (9)$$

Pour G_1 , l'utilité marginale pondérée de p d'une voiture est : $\frac{\partial}{\partial \omega}$

L'utilité marginale pondérée des autres biens est $\frac{1}{1} = 1$.

Si $\frac{\varphi}{\omega} > 1$ alors la demande de voitures est : $D_1 = \frac{Y_1}{\varphi}$

Sinon $D_1 = 0$.

Si $\varphi < \omega$, l'offre de voiture d'occasion par G_1 vient de tous les propriétaires de qualité inférieure à φ . Soit l'offre est :

$$S_1 = \left[\frac{(p - 0)}{(2 - 0)} \right] * N = \left(\frac{\varphi}{2} \right) * N \quad (10)$$

La qualité moyenne de véhicules offerts est donc :

$$\varphi = \frac{P}{2} \quad (11)$$

Pour G_2 , l'utilité marginale pondérée d'une voiture d'occasion est :

$$\frac{\frac{3}{2}\omega}{\varphi} \quad (12)$$

Si

$$\frac{\frac{3}{2}\omega}{\varphi} > 1 \Rightarrow D_2 = \frac{Y_2}{P},$$

sinon $D_2 = 0$ et $S_2 = 0$

La demande totale $D(\varphi, \omega)$ est :

$$D(\varphi, \omega) = \frac{(Y_2 + Y_1)}{P} \text{ si } \omega < \varphi \quad (13)$$

$$Q_d = D(\varphi, \omega) = \left(\frac{Y_2}{P}\right) \text{ si } \omega < \varphi < \frac{3\omega}{2} \quad (14)$$

$$D(\varphi, \omega) = 0 \text{ si } \varphi > \frac{3\omega}{2} \quad (15)$$

Au prix φ , toutes les voitures sont vendues et la qualité moyenne est :

$$\omega = \frac{\varphi}{2} \quad (16)$$

$$D(\varphi, \omega) = 0 \text{ si } \varphi > \frac{3\omega}{2} \quad (17)$$

Les voitures de bonne qualité sortent du marché et vont subir une détérioration de la qualité de l'offre de voiture : c'est le problème de la sélection adverse. Lorsque les acheteurs ignorent la qualité des biens qu'ils vont acquérir, certains vendeurs ont intérêt à surestimer la qualité de leurs produits tandis que l'incapacité de différencier la qualité mène à l'absence d'échange.

Dans le cadre des relations entre emprunteurs et les prêteurs, ces derniers sont placés en situation d'asymétrie d'informations par rapport aux emprunteurs : lorsqu'un prêteur et un emprunteur se rencontrent, le second en sait généralement plus que le premier sur ce qu'il va faire du financement qu'il sollicite, sur la rentabilité du projet et sur les résultats attendus. La théorie financière fondée sur l'asymétrie d'information montre aussi que le marché du crédit ne peut fonctionner comme les autres marchés à cause de la présence d'asymétries d'information et peut conduire au rationnement du crédit. Comme les intérêts des créanciers et ceux des emprunteurs sont divergents, il peut exister des situations où l'offre de financement est inférieure à la demande. Cette situation particulière est étudiée par Stiglitz et Weiss (1981). Ces auteurs montrent que l'apparition d'une telle situation sur le marché du crédit résulte des phénomènes de sélection adverse et de l'aléa moral qui ne permettent pas une modification du taux d'intérêt pour équilibrer le marché.

Dans les travaux de Williamson (1986) le prêteur se trouve confronté, sur un marché informationnellement imparfait à l'existence de comportements opportunistes des

emprunteurs¹². Les actions menées pour limiter ce comportement : l'effort de contrôle (le *monitoring*), ne permettent pas de réduire ce phénomène. Dès lors, lorsque les coûts de contrôle excèdent les bénéfices attendus, le prêteur peut préférer limiter son offre de financement.

La banque prévient aussi des comportements opportunistes de l'emprunteur pendant la réalisation du projet dans un contexte d'aléa moral (Besanko et Kanatas 1993, Holmstrom et Tirole 1997). La littérature issue de ces travaux considère en effet la banque comme une structure qui peut résoudre les problèmes liés à l'asymétrie d'information.

En outre, il existe aussi une asymétrie d'information entre les banques. En effet, à l'issue de la production d'information, la banque dispose d'une information privée sur les emprunteurs, ce qui lui permet d'avoir un avantage informationnel sur ses concurrents (Rajan 1992, Sharpe 1990, Von Thadden 2004).

Des travaux comme ceux de Leland et Pyle (1977) et plus tard Diamond ont présenté deux importants modèles qui traitent du problème de l'asymétrie d'information : la délégation de contrôle et l'approche de signalisation.

1.2.1. L'approche de signalisation : Leland et Pyle (1977)

Dans l'approche de signalisation, l'investisseur qui a une aversion au risque peut signaler la qualité de ses projets en investissant une partie de ses capitaux dans la firme. Ce faisant, ce dernier procède à une diversification sous-optimale de son portefeuille. Toutefois, une telle diversification est plus coûteuse pour un entrepreneur possédant un projet de qualité qu'elle ne l'est pour un entrepreneur dont le projet est très risqué. En effet, l'entrepreneur de bonne qualité va être plus incité à investir dans son projet qu'un entrepreneur de moindre qualité.

Pour illustrer notre explication, le modèle de Leland et Pyle (1977) considère deux temps : Tout d'abord en $t = 0$: un entrepreneur possède un projet risqué de qualité μ nécessitant un investissement fixe de 1. Sa richesse initiale est de W_0 suffisante pour financer le projet ($W_0 > 1$). L'entrepreneur a la possibilité de s'autofinancer (en enlevant 1 de sa richesse

¹² Des asymétries d'informations peuvent se révéler *ex post*. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement réalisé (Williamson, 1986)

personnelle W_0) ou de recourir à une vente d'actions ou à un endettement (financement externe). Puis en $t = 1$ le projet génère des revenus net notés $\tilde{R}(\mu)$ et suivent une loi normale de moyenne μ et de variance σ^2 .

Les entrepreneurs averses au risque préféreraient vendre leur projet plutôt que le financer eux-mêmes. En notant W_1 et k le coefficient d'aversion au risque, la fonction d'utilité de l'entrepreneur prend la forme suivante :

$$\mu(W_1) = -e^{-kW_1} \quad (18)$$

La préférence pour un financement externe résulte du fait qu'en cas de vente de ses titres l'entrepreneur reçoit des liquidités et ne supporte plus aucun risque. En cas d'autofinancement intégral, l'entrepreneur supporte la totalité du risque du projet et a une espérance d'utilité égale à :

$$E \left[\mu \left(W_0 + \tilde{R}(\mu) \right) \right] = \mu \left(W_0 + \mu - \frac{1}{2} k \sigma^2 \right) \quad (19)$$

Le modèle prend en compte le problème de sélection adverse. Ainsi, en t_0 , au moment où l'entrepreneur prend sa décision de financement, les investisseurs ne connaissent pas la qualité de la firme.

En supposant qu'il n'existe que deux emprunteurs notés respectivement A et B générant des revenus nets de moyenne différente ($\mu_A > \mu_B$) et de variance identique (σ^2) alors les investisseurs non informés vont payer :

$$\pi_B \mu_B + (1 - \pi_B) \mu_A = \bar{\mu} \quad (20)$$

Avec μ_B représentant une proportion des firmes B dans l'économie. En l'absence de toute asymétrie d'information, les entrepreneurs de types A et B pourraient vendre respectivement leur projet μ_A et μ_B . La réduction des prix de vente notée par les entrepreneurs A du fait de l'asymétrie d'information est de :

$$\mu_A - \bar{\mu} = \pi_B (\mu_A - \mu_B) \quad (21)$$

Le fait que les investisseurs ne puissent distinguer les deux types d'entreprises et proposent un prix unique $\bar{\pi}$ conduit à la sortie des meilleures entreprises du marché. Par ailleurs, Diamond a publié en 1984, un article dans lequel il propose d'étudier le rôle des banques à travers le modèle simplifié. Dans ce modèle les banques se présentent comme réductrices de coûts de contrôle et comme productrices d'informations.

1.2.2. Asymétrie d'information, délégation de contrôle : le modèle de Diamond (1984)

Ce modèle a pour principal intérêt de présenter les banques comme des entreprises capables de gérer les asymétries d'information qui existent sur les relations entre les emprunteurs et les créanciers. Le modèle Diamond (1984) suppose une économie où n projets sont proposés à m investisseurs neutres au risque, soit $m > n$ et $\frac{m}{n}$ fixe, les taux de rentabilité des n projets sont indépendants. Chaque investisseur détient une unité de richesse et chaque projet demande un financement supérieur ou égal à l'unité. De plus, à la fin du projet, les entrepreneurs connaissent le résultat de l'investissement sans supporter des coûts, alors que cette information n'est pas disponible pour les apporteurs de fonds extérieurs.

Pour éviter de se faire léser, les entrepreneurs choisissent entre un financement par action impliquant un contrôle systématique par le marché ou un financement par un contrat de dette par lequel l'entrepreneur promet de verser un montant d quelque soit le niveau de rentabilité du projet. En cas de non respect de son engagement, l'entrepreneur risque de perdre sa réputation. De ce fait, pour l'économie le coût de contrôle des projets est :

$$M_1 = m \cdot c \quad (22)$$

Si c'est un financement « par action » (M_1 est donc supporté par les investisseurs) et :

$$M_2 = n \cdot p \cdot \Pi(d) \quad (23) \quad \text{si c'est un financement par dette.}$$

avec $\Pi(d)$ = probabilité que les cash-flows de chaque projet soient inférieurs à d (M_2 est donc payé par les entrepreneurs).

L'information obtenue à partir d'un contrôle étant identique pour tous, il est permis de déléguer ce contrôle à un intermédiaire qui doit offrir un contrat d'investissement dont le coût est nul : un contrat « de dette » par lequel il s'engage de leur verser une rémunération fixe d . En supposant que l'intermédiaire investisse dans n projets on a :

$$\text{Min}(mc; np \Pi(d) > nc + pn\Pi^n(d)) \quad (24)$$

Où $\Pi^n(d)$ est la probabilité que la totalité des cash-flows dégagés par le portefeuille d'investissements de l'intermédiaire soit inférieur à d . Puisque $m > n$ alors l'inégalité (24) est vraie pour n suffisamment grand et dès que d est fixé un niveau inférieur à la moyenne des cash-flows du portefeuille. Dans ce cas, $\Pi^n(d)$ tend vers 0 par conséquent, la diversification du portefeuille d'investissements bancaire minimise les coûts du contrôle délégués.

Diamond montre donc que si la banque dispose d'un portefeuille de prêts bien diversifiés, le coût de la délégation peut tendre vers zéro. Autrement dit l'asymétrie d'information entre la banque et ses déposants diminue lorsque la banque augmente sa taille. Le modèle de Diamond a montré que la banque dispose d'un avantage de coût par rapport aux marchés financiers : cet avantage c'est la diversification. Autrement dit le principal avantage des banques, c'est qu'elles peuvent investir dans beaucoup de projets qui sont indépendants les uns des autres.

1.3. Les banques jouent un rôle d'assurance liquidités : le modèle de Diamond- Dybvig

L'existence de la banque est aussi fondée sur la préférence des agents pour la liquidité dans une situation caractérisée par la présence d'asymétries d'information. Le rôle de la banque est donc d'assurer la liquidité à ses clients dans un tel environnement. Toutefois l'assurance liquidité comporte le risque de retraits de dépôts importants, dans ce cas la banque peut faire faillite car elle serait incapable de vendre tous ses actifs pour assurer la liquidité de ses fonds. Par conséquent le problème de la fragilité des banques est dû à la transformation des échéances des passifs et des actifs. Les dépôts sont exigibles alors que les prêts sont des investissements à long terme. Lorsque les clients se présentent massivement à la banque pour retirer leurs dépôts, cette dernière doit trouver des fonds soit en empruntant sur le marché interbancaire, soit en vendant des actifs. Si les marchés financiers arrêtent de fonctionner le

marché interbancaire devient inaccessible par conséquent les actifs sont vendus à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque pour faire face aux besoins de liquidités à court terme.

Des problèmes d'instabilité se posent aussi du côté des actifs des banques. Celles-ci étant très dépendantes de la dette et détenant des informations privées sur leurs emprunteurs, elles peuvent être incitées à prendre des risques excessifs dans leurs investissements. Le modèle de Diamond-Dybvig (1983) nous permet d'illustrer le rôle majeur joué par les banques en termes de gestion de liquidités et de stabilité du système bancaire.

Ce modèle comporte trois périodes : la période $T = 0$, $T=1$ et $T= 2$. A $T=0$, chaque agent dispose d'une dotation initiale. Les agents ne savent pas s'ils auront besoin de liquidités pour consommer à la période $T=1$ ou à la période $T=2$.

Les agents peuvent être divisés en deux groupes: les agents patients (type 1) et impatient (type 2). Ces derniers découvrent leur type à la période $T=1$, en d'autres termes ce n'est qu'à cette période qu'ils savent qu'ils ont besoin de liquidités. Les agents de types 1 n'ont pas besoin de liquidités dans l'immédiat. Les agents de types 2 ont besoin de liquidités.

Face à une telle situation, la banque doit trouver des solutions afin de permettre à ceux qui ont besoin de liquidité au temps $T=1$ de se présenter au guichet et de retirer leur argent et non pas les autres. Pour ce faire, les déposants signent un contrat avec la banque qui détermine le taux d'intérêt s'ils retirent leur argent en $T=1$ ou $T=2$.

L'utilité d'un déposant est :

$$U = \pi_1 u(C_1^1) + \pi_2 \rho u(C_2^2) \quad (25)$$

Avec π_1 la probabilité d'être de type 1 c'est-à-dire de consommer à la période $T=1$ avec une fonction d'utilité $u(C_1)$ et π_2 la probabilité de consommer à la période $T=2$ avec une fonction d'utilité $\rho u(C_2)$ et ($\rho < 1$) une fraction d'escompte. Enfin C_t^i est la consommation d'un agent de type i à la période t . Les fonctions d'utilité des agents sont supposées concaves ($u' > 0, u'' < 0$).

Deux technologies sont disponibles dans cette économie. Une première est une technologie de stockage qui permet de transférer un bien d'une période à l'autre. La seconde est une technologie "illiquide" qui pour une unité investit en 0 donne $R > 1$ à $T=1$ et donne $L < 1$ si le projet est liquidé en $T=1$.

En cas de choc de liquidité (certains agents patients deviennent impatientes et souhaitent retirer leur argent à $T=1$), la banque doit liquider certains de ses actifs illiquides, ce qui lui fait subir une perte. Notons que lorsque certains agents patients retirent en période 1, d'autres agents vont faire pareillement. La banque est alors exposée à un risque de retrait massif.

Diamond-Dybvig (1983) décrivent trois cas de figures: l'autarcie, les marchés financiers et les banques. En autarcie, un agent patient devrait investir tout son argent à $T=0$, tandis que les agents impatientes devraient les stocker. Cependant, au moment de la prise de décision, les agents ignorent leur type. Du fait de l'absence d'échange entre les agents, tous les agents devront stocker une partie de leurs fonds et investir le reste. Ce n'est pas une solution optimale, car il y a de bonnes chances que la liquidation ait lieu dans la période 1.

$$C_1 = 1 - I + LI = 1 - I(1 - L) \leq 1 \quad (26)$$

Cette solution est toujours inefficace. En effet si l'agent veut consommer en $T=2$, la partie stockée constitue une perte. S'il veut consommer en $T=1$ la partie investie dans le projet long est aussi une perte. Comme $L < 1 < R$, $C_1 \leq 1$ et

$$C_2 = 1 - I + LI = 1 + I(R - I) \leq R \quad (27)$$

La deuxième configuration est une économie de marché avec un marché obligataire dans lequel les agents peuvent négocier un bien à $T=1$ contre une obligation sans risque (promesse de recevoir d'une unité de bien en $T=2$).

Soit p le prix de l'obligation (rendement d'une unité de bien à $T=2$) on a $p \leq 1$ sinon les agents vont préférer stocker. En investissant I à $T = 0$, un agent de type 1 ne liquide plus son projet, mais vend une quantité RI obligations. Sa consommation est :

$$C_1 = pRI + 1 - I \quad (28)$$

L'agent de type 2 va acheter une quantité, $1 - I$ obligations pour consommer à $T=2$.

Sa consommation est :

$$C_2 = RI + \frac{1 - I}{p} = \frac{1}{p} [1 - I + pRI] \quad (29)$$

$$C_1 = pC_2 \quad (30)$$

L'équilibre de marché à la période 1 est :

$$\pi_1 RI = \pi_2 \frac{1 - I}{p} \quad (31)$$

- Si $pR > 1$, C_1 et C_2 sont croissants en I , les agents choisissent $I = 1$ à la période 0, le marché ne peut pas être en équilibre ;
- Si $pR < 1$, C_1 et C_2 sont décroissants en I , $I = 0$ et le marché ne peut être en équilibre.

Le seul prix d'équilibre possible $pR = 1$. Dans ce cas $C_1 = 1$ et $C_2 = R$. L'équilibre de marché donne $I = \pi_2$. Cet équilibre est efficient mais pas optimal.

Le troisième cas de figure suppose l'existence d'un système bancaire dans lequel les banques collectent des fonds qu'elles placent dans des projets et en échange elles offrent aux agents un contrat (C_1^*, C_2^*) .

Les agents peuvent retirer leur argent quand ils le souhaitent, par exemple ils peuvent C_1^* à la période 1 et C_2^* à la période 2. Le problème est de savoir si le système bancaire peut fournir le contrat optimal (C_1^*, C_2^*) .

Si les banques offrent le contrat (C_1^*, C_2^*) , un agent patient a intérêt à retirer en $T=1$ et stocker si $C_1^* > C_2^*$. Donc si $\rho R < 1$, tous les agents retirent en $T=1$ et la banque n'a pas de ressources pour investir. Le contrat ne peut donc être un contrat d'équilibre.

Maintenant si $\rho R \geq 1$ et si les agents patients pensent que la banque ne va pas faire faillite, alors la banque possède une fraction π_1 de clients impatientes et une fraction π_2 de clients patients. La banque constitue donc des réserves d'un montant $\pi_1 C_1^*$ stocké de la période 0 à la période 1, et investit le reste de ses ressources $1 - \pi_1 C_1^*$ en projets longs. Elle redistribue à la

période 2, le montant $C_2^* = R \frac{1-\pi_1 C_1^*}{\pi_2}$ (32)

Si les agents patients anticipent la faillite de la banque. Tous les agents vont retirer à la période 1. La banque est obligée de liquider ses actifs pour rembourser ses créiteurs. La valeur totale de ses actifs est :

$$\pi_1 C_1^* + L(1 - \pi_2 C_1^*) \quad (33)$$

Ce qui est toujours plus petit que ses dettes C_1^* . La banque fait faillite, les anticipations des agents patients se réalisent. Ces anticipations sont auto-réalisatrices. Cette panique bancaire est totalement inefficace.

Bien que la solution des marchés financiers soit optimale pour les agents impatientes, il ne l'est pas pour les agents patients parce que le rendement des obligations est plus faible que le rendement d'un investissement à long terme illiquide. Les agents patients doivent être assurés contre un choc de liquidité à la période 1. Une banque peut fournir cette assurance par la collecte des fonds de tous les agents à la période 0 et à investir la fraction actifs à long terme. Cela dépend simplement du comportement des agents patients. Deux situations sont possibles :

- L'agent patient croit que la banque peut remplir ses obligations dans la période 2, pour qu'il ne se retire pas au début. Le montant qui sera retiré à la période 1 est égal à la fraction que la banque devrait être retirée ;
- L'agent patient croit que la banque ne peut pas remplir ses obligations, parce que certains des agents patients retirent en période 1. Ainsi, il est optimal de les retirer également de la période 1. Une panique bancaire sera le résultat.

Le modèle de Diamond-Dybvig (1983) nous a permis d'illustrer le rôle essentiel des banques dans la stabilité du système financier. Pour éviter les faillites bancaires en cascade, le système de l'assurance-dépôts¹³ peut être mis en place. Néanmoins, un problème d'aléa moral se pose car les banques peuvent être incitées à prendre des risques excessifs notamment dans le cas

¹³ L'idée de l'assurance-dépôts est la suivante: quand une banque ne peut pas faire face à ses engagements, les déposants recevront l'argent qu'ils ont déposé. La partie que la banque n'est pas en mesure de payer sera payée par un système d'assurance-dépôts. Cela a toutefois des avantages : la possibilité d'une faillite bancaire est faible par conséquent, la probabilité que les banques solvables ne devraient pas nécessairement être liquidées est également plus faible

des fusions et acquisitions.

Après une analyse des justifications de l'existence des banques, il est nécessaire d'étudier le rôle crucial que jouent les banques dans le bon fonctionnement de l'économie.

2. Le rôle des banques dans le financement de l'économie et la stabilité financière

Avant d'étudier le rôle indispensable des banques dans le financement de l'économie (2.2) nous allons analyser le rôle des banques dans la stabilité financière (2.1).

2.1. Le rôle des banques dans la stabilité financière : la nécessité de réguler les banques

Comme la présence d'asymétries d'informations sur les marchés conduit à l'existence des banques, l'activité d'intermédiation fait courir à la banque un risque d'illiquidité qui se matérialise lors de « courses aux guichets¹⁴ ». Lorsque les ruées bancaires sont généralisées, les besoins de liquidités entraînent une chute de prix des actifs et un assèchement du marché monétaire. Dans ce contexte les banques les moins liquides font faillite. En théorie, la régulation banques pourrait favoriser l'efficacité de ces dernières et réduire la vulnérabilité des économies aux crises bancaires. Etant donné les relations financières qu'entretiennent les banques au sein du système bancaire, la faillite d'une banque peut entraîner par effet de dominos, celles d'autres banques, qui, faute d'avoir été remboursées par la banque défaillante, seraient à leur tour incapables de faire face à leurs engagements, ce qui entraînerait une contraction immédiate des crédits et une entrée en crise économique du pays faute de financements. La faillite d'une banque peut alors mettre en danger la stabilité du système financier dans son ensemble. Dès lors, les conséquences d'une crise bancaire peuvent être dévastatrices pour l'économie dans son ensemble.

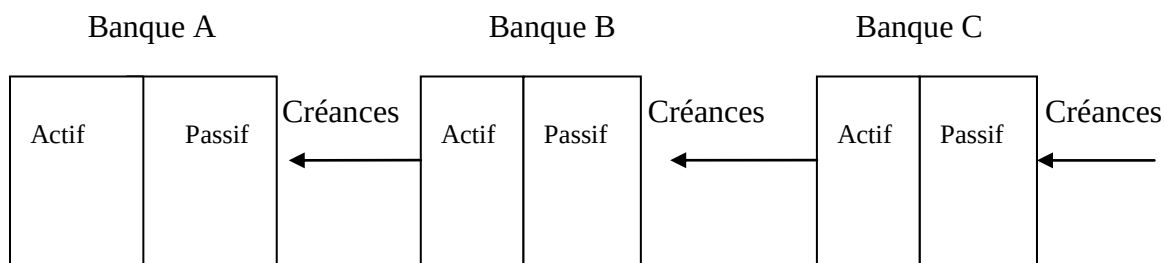
De ce point de vue, les banques jouent un rôle crucial dans la stabilité économique.

Tobias Adrian et Song Shin (2008) ont mis en exergue le phénomène de dominos. Une banque A emprunte à une Banque B et B à C. Si A s'avère défaillante, B voit son actif dévalorisé. Deux cas sont possibles : soit la perte est supportable par B et alors le mécanisme s'arrête, soit B fait également défaut et le mécanisme de transmission se poursuit. L'actif C

¹⁴ C'est-à-dire lorsque les déposants viennent en masse retirer leur dépôts par peur de la faillite.

est alors impacté et bien évidemment le niveau d'impact est déterminant pour interrompre ou poursuivre le processus.

La transmission est liée au niveau d'indépendance des acteurs qui est très élevé au niveau du système bancaire d'un pays et de grandes places financières (Cf. figure 1).



Source : Tobias Adrian et Song Shin¹⁵

Figure 1: Le modèle de dominos dans la contagion financière

2.2. Le rôle des banques dans le financement de l'économie

La théorie financière nous apprend que l'intermédiation bancaire c'est-à-dire l'interposition de cette institution financière entre prêteur et emprunteur exerce deux fonctions : une fonction de transformation des échéances et une fonction de prise de risque¹⁶. Ainsi, le financement de l'économie par l'intermédiaire des crédits aux entreprises ou de la consommation grâce aux crédits aux ménages peut s'effectuer soit au travers des marchés financiers par émission et achats de titres, soit par les banques. De ce point de vue, le rôle de l'intermédiation bancaire est primordial. Les banques ont un rôle de transformation parce que les ménages souhaitent détenir une épargne liquide pour réaliser leurs transactions tandis que les investisseurs ont besoin, au contraire, de financements à long terme.

Les banques détiennent les dépôts des ménages et des entreprises et sont donc particulièrement bien placées pour effectuer cette transformation. La banque collecte des dépôts auprès de sa clientèle et/ ou émet des titres sur les marchés des capitaux, elle assure le financement des projets par le biais de l'octroi des crédits ou par l'achat des titres négociables. A cette fonction d'intermédiation s'ajoute une fonction de transformation : les dettes des banques sont à court terme ou remboursables à vue tandis qu'elles emploient des

¹⁵ Tobias Adrian et Hyun Shin, « Liquidité et contagion financière », *Revue de la Stabilité Financière*, n° 11, février 2008, Banque de France, Paris

¹⁶ Yves Ullmo « La banque, pour quoi faire » *La nouvelle économie bancaire*, Economica 2005, page 12

actifs à plus long terme.

L'activité des banques est la plus réglementée. L'origine de cette réglementation réside dans le fait qu'elles réalisent des crédits et génèrent des moyens de paiement, créent de la monnaie et sont devenues les garants de la stabilité économique et financière. Néanmoins, les banques font quotidiennement face à plusieurs défis. D'une part, ces dernières ont un rôle de transformation, c'est-à-dire qu'elles reçoivent généralement des ressources à court terme qu'elles transforment en actifs de long terme. Par ailleurs, elles doivent à tout moment être en capacité d'assurer la liquidité des dépôts qui leur sont confiés, tout en continuant à financer durablement l'économie.

A la lumière de tous les éléments que nous venons d'analyser on peut facilement comprendre pourquoi les fusions et acquisitions bancaires constituent un enjeu majeur. Une banque est une firme spécifique car sa faillite peut engendrer des faillites en cascade et déstabiliser l'économie dans son ensemble. En outre, la course effrénée à la taille peut engendrer des prises de risques excessives et remettre en question la stabilité économique et financière.

Section 2. Les fusions et acquisitions : un phénomène global et multisectoriel

Au milieu des années 90, les opérations de fusions et acquisitions ont connu un développement sans précédent tant en Europe que dans le reste du monde et concernent tous les secteurs. Dans une perspective historique on distingue six vagues successives de fusions et acquisitions et répondant à des logiques différentes :

- La première vague était intervenue lors de l'invention de l'entreprise moderne dans les années 1897-1902 aux Etats-Unis. Elle fut accompagnée d'une hausse des cours boursiers. L'année la plus active fut 1899, avec 1200 transactions. Les secteurs concernés étaient les transports (chemins de fer), les communications (invention du téléphone et du télégraphe), l'acier et le caoutchouc. Cette vague, qui se termine avant la première guerre mondiale, concernait principalement des grandes entreprises industrielles d'un même secteur (fusions horizontales). Cette concentration allait jusqu'à la création de positions monopolistiques¹⁷ (« *merger for monopoly* »).

¹⁷ Voir Franck Cedda « Fusions et acquisitions, Evaluation, Négociation, Ingénierie », 2010

- La deuxième vague se produisit entre 1924 et 1930, elle a atteint son sommet en 1929 (1250 transactions). Cette vague se traduit par la hausse des cours boursiers¹⁸ qui va durer jusque sur la période 1921-1929. Les secteurs concernés étaient l'automobile, la radio, la publicité et la grande distribution.
- La troisième vague se situe dans les années 1970, elle se traduit par des fusions de type congloméral, « *the waves of conglomerate* ». Dans une logique de diversification, l'entreprise conglomérale possède ainsi des activités dans des domaines très différents et non liés.
- La quatrième vague, celle des années 1990, concerne tous les secteurs et se caractérise par des fusions d'activités causées par le démantèlement de conglomérats, et d'opérations de LBO (*Leverage by out*) ainsi que des opérations hostiles.
- La cinquième vague est celle des « mégafusions ». Elle débute au milieu des années 1990, ces opérations de plus en plus internationales majoritairement horizontales visent la consolidation dans un secteur, une industrie ou une région. Ces opérations sont souvent financées par échange d'actions et atteignent des montants énormes avec des opérations de taille majeure dans des secteurs comme les médias, le pétrole, la pharmacie, l'informatique ou la banque.
- La sixième vague, qui a démarré en 2004 pour s'arrêter en 2007 avec la crise financière, s'explique par des coûts de financement attractifs suite à la baisse des taux d'intérêt et à la hausse des marchés d'actions.

L'historique des dernières grandes vagues de fusions et acquisitions nous amène à étudier l'état actuel des fusions et acquisitions dans le monde.

1. Les caractéristiques récentes du marché des fusions et acquisitions dans le monde

Le marché des fusions et acquisitions n'a jamais cessé de monter en puissance tout le long des années 1990 pour atteindre des sommets historiques en 2000, année qui avait battu des records avec 41.988 accords conclus ; ce marché a enregistré un nouveau record en termes

¹⁸ La corrélation entre les différentes transactions et les cours boursiers a été mis en relief par Kugler, Mueller et Yurtoglu

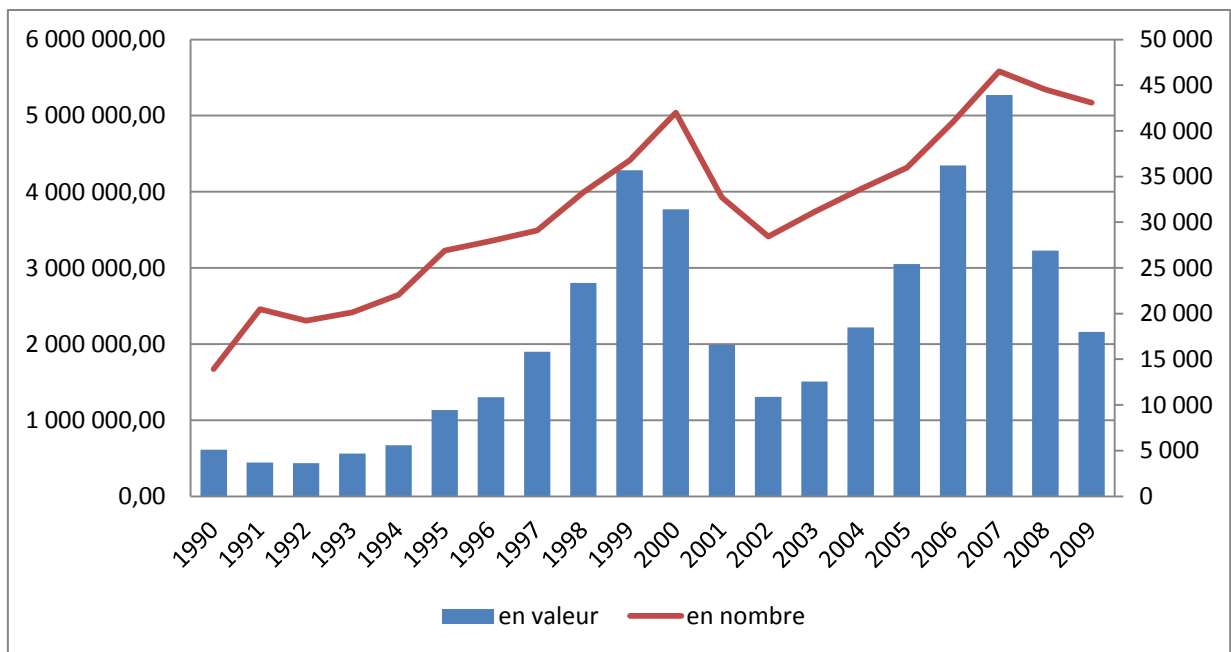
d'activité en 2007. A cette date, la base de données *Thomson Financial* recense au total 46 523 opérations ce qui représente une hausse d'environ 60% par rapport à 1997.

En valeur, les opérations de fusion et acquisition dans le monde ont atteint 5 mille milliards de dollars en 2007, en augmentation de 21 % par rapport à 2006 et 177% par rapport à 1997. L'évolution est encore plus marquée en valeur, le montant des opérations dans le monde passant de plus de 5 mille milliards de dollars (5 239 032 milliards de dollars) en 2007 à 2 160,073 en 2009 soit une baisse de moitié (*Cf. tableau N°1 et figure2*).

Tableau 1: Évolution des fusions et acquisitions en valeur et en nombre sur la période 1990-2010

Années	Fusions et acquisitions en valeur	Fusions et acquisitions en nombre
1990	613 707,71	13 923
1991	445 244,27	20 469
1992	435 055,18	19 236
1993	561 032,30	20 128
1994	671 241,88	22 074
1995	1 134 254,19	26 895
1996	1 300 163,36	27 961
1997	1 898 446,23	29 093
1998	2 802 599,27	33 261
1999	4 281 180,41	36 775
2000	3 770 338,43	41 988
2001	1 990 247,09	32 709
2002	1 305 487,82	28 450
2003	1 506 988,19	31 132
2004	2 218 503,81	33 614
2005	3 052 127,33	35 951
2006	4 347 238,76	40 987
2007	5 269 032,93	46 523
2008	3 229 125,98	44 532
2009	2 160 073,39	43 088
Total	42 992 088,53	628 789

Source : Thomson Financial 2009



Source : élaboré par nos soins à partir du tableau précédent

Figure 2 : Évolution des fusions et acquisitions en valeur et en nombre dans le monde (1990-2009)

Les années 2001-2002 enregistrent une décroissance de l'activité des fusions et acquisitions : 1 305 487 milliards de dollars en 2002 comparé aux 4 281 180 milliards de 1999 soit une baisse de 69,5%. Cette baisse d'activité est largement due à l'éclatement de la bulle Internet et aux événements du 11 septembre 2001. Néanmoins, depuis 2003 nous constatons une reprise des opérations de fusions et acquisitions à l'échelle mondiale jusqu'en 2007.

Les opérations les plus importantes annoncées en 2007, au quatrième rang desquelles figure le rachat d'ABN-AMRO par le consortium composé de la banque Fortis, de Banco Santander et de la Royal Bank of Scotland.

L'activité récente du marché des fusions et acquisitions est marquée par une forte baisse au cours de la période 2008-2009. Toutefois dans le secteur bancaire beaucoup d'opérations de fusions et acquisitions ont été constatées durant cette période.

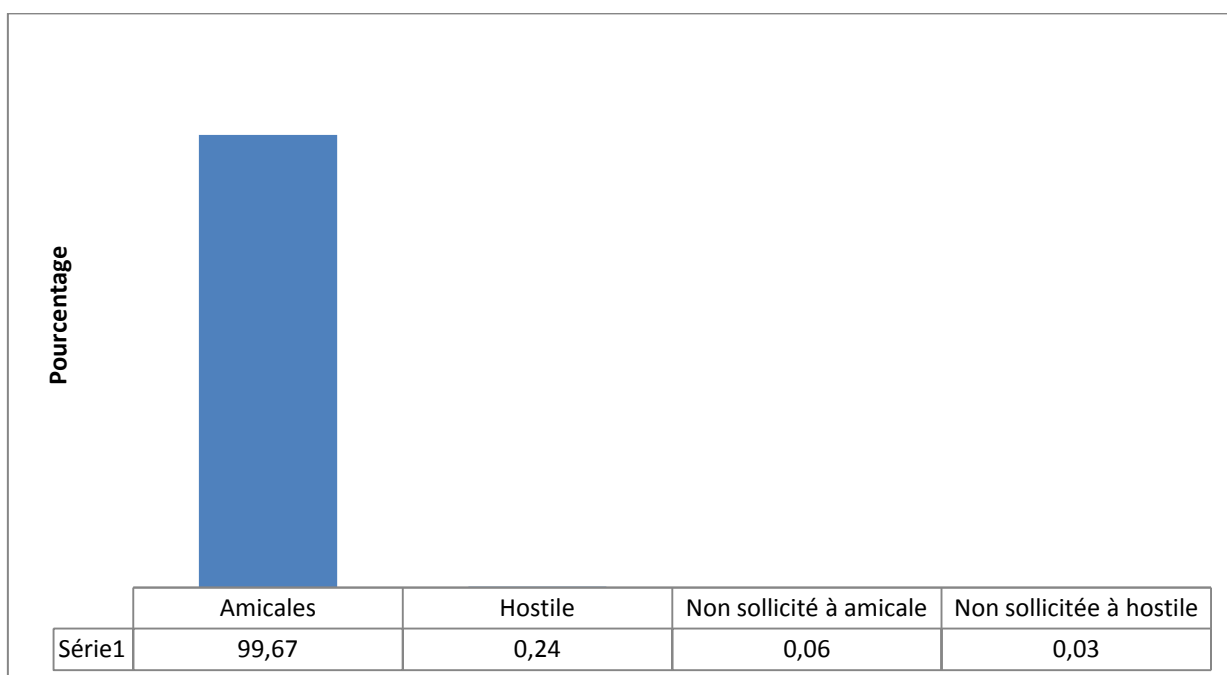
Le tableau 2 présente quelques caractéristiques des opérations de fusions et acquisitions qui se sont déroulées au cours de la période récente (1997-2007).

Tableau 2 : Top des opérations de fusions et acquisitions dans le monde

Rang	Année	Acquéreur	Cible	Transactions (milliards \$)
1	1999	Vodafone AirTouch Plc	Mannesmann	202,8
2	2000	America Online Onc	Time Warner	164,7
3	2007	Schröder	PhilipMoris Int Inc.	107,6
4	2007	RFS Holdings BV	ABN Amro Holding NV	98,2
5	1999	Pfizer Inc.	Warner- Lambert Co	89,2
6	1998	Exxon Corp.	Mobil Corp.	78,9
7	2000	Glaxo Wellcome PLC Group PLC	SmithKline Beecham PLC	76
8	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	74,6
9	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corp.	72,7
10	1998	Travelers Group Inc.	Citicorp	72,6

Source : Imma Institute, 2011

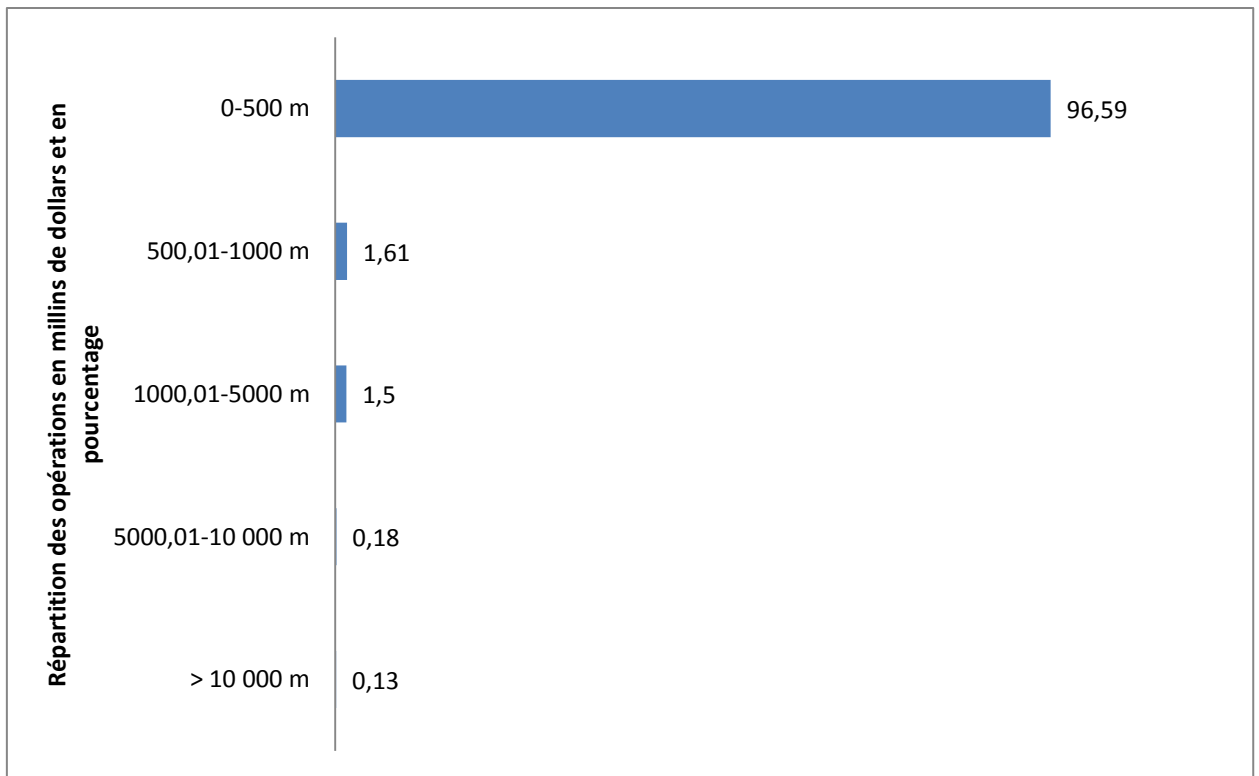
Nous pouvons noter aussi la quasi-disparition des opérations hostiles : 0,24 % des opérations (Cf. figure 3).



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2010

Figure 3: Répartition de la nature des offres (2002-2010)

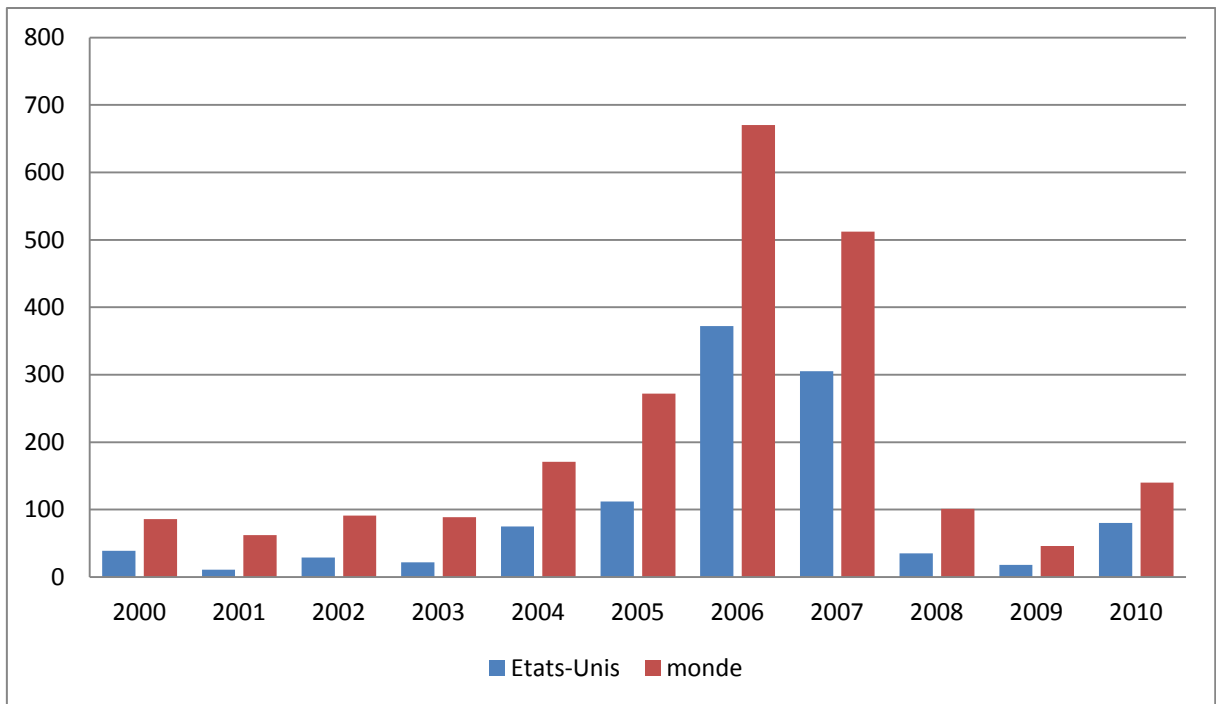
Le marché mondial reste dominé par des petites opérations : 96,6 % des opérations concernent les sociétés cibles de moins de 500 millions de dollars, les opérations supérieures à 1 milliard de dollar représentant moins de 2% du total (Cf. figure 4).



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2010

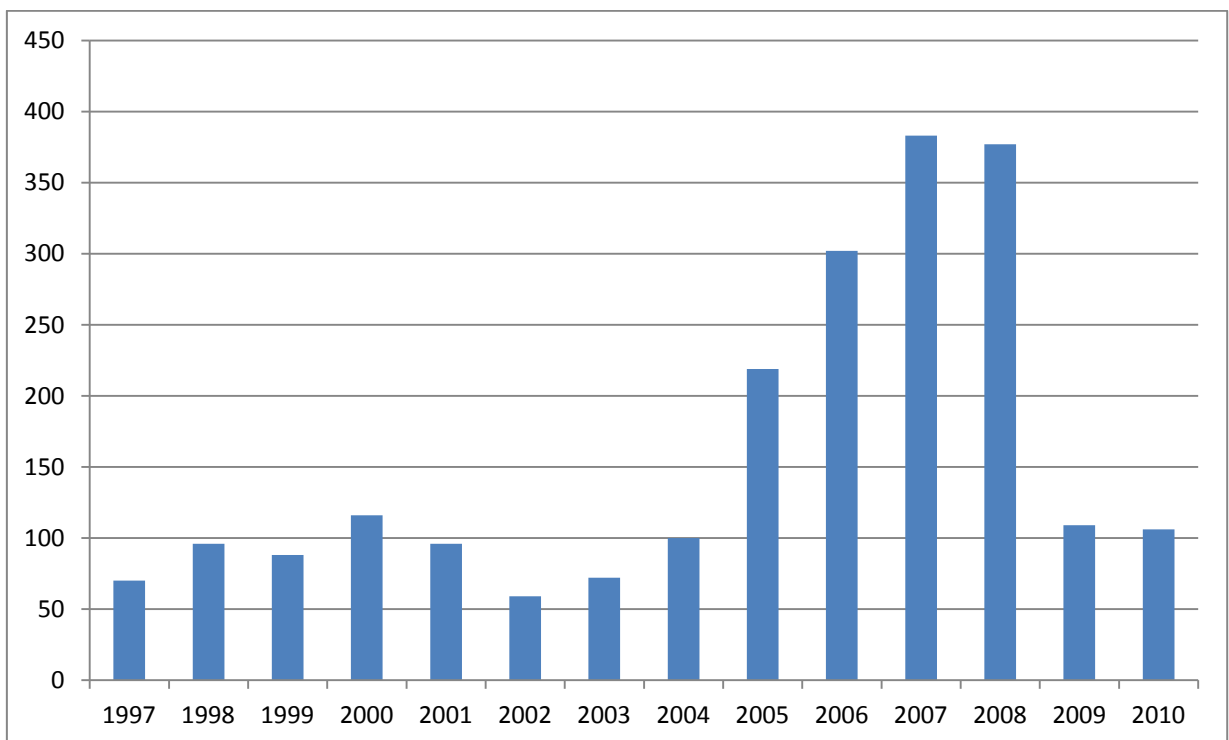
Figure 4: Répartition des opérations de fusions et acquisitions dans le monde

Les opérations LBO (Leverage buy-out) ont depuis quelques années connu un essor et prise une place essentielle dans le marché des fusions et acquisitions. Les LBO sont cycliques et l'importance de la dette dans la structuration les rend sensibles aux conditions de marché. Les figures 5 et 6 représentent l'évolution du volume des opérations LBO et le montant des fonds levés depuis une dizaine d'années.



Source : Thomson Financial, 2011

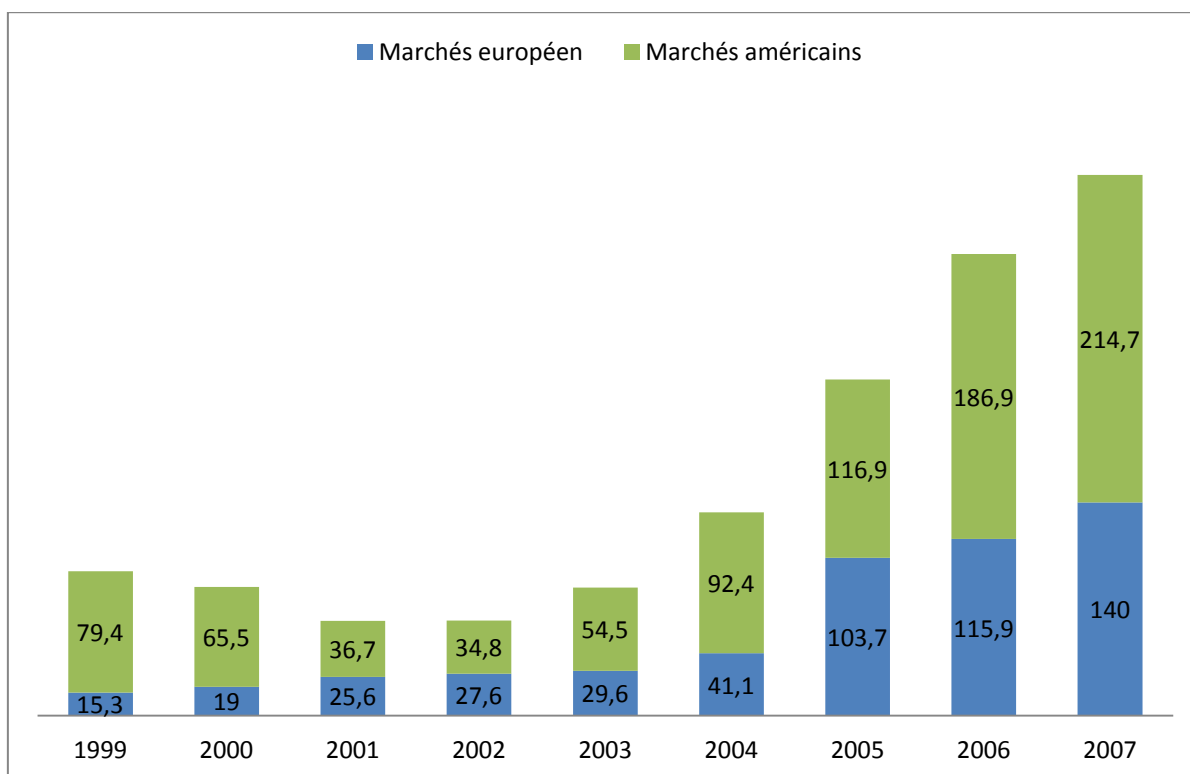
Figure 5: Evolution du volume des opérations de LBO (2000-2010)



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2011

Figure 6: Montant des fonds levés en milliards de dollars (1997-2010)

L'émergence des fonds LBO a aussi entraîné un changement majeur sur les marchés financiers et encouragé les fusions et acquisitions. En effet, à partir de 2001 les conditions de crédit extraordinairement favorables et la baisse des taux d'intérêt ont favorisé l'arrivée des ces fonds et leur prise d'importance sur ces marchés. A partir de 2003, on assiste à la montée des émissions de prêts dans les opérations de LBO. En outre, le marché européen des émissions de prêts dans les opérations de LBO est plus dynamique que celui des Etats-Unis (Cf. figure 7).

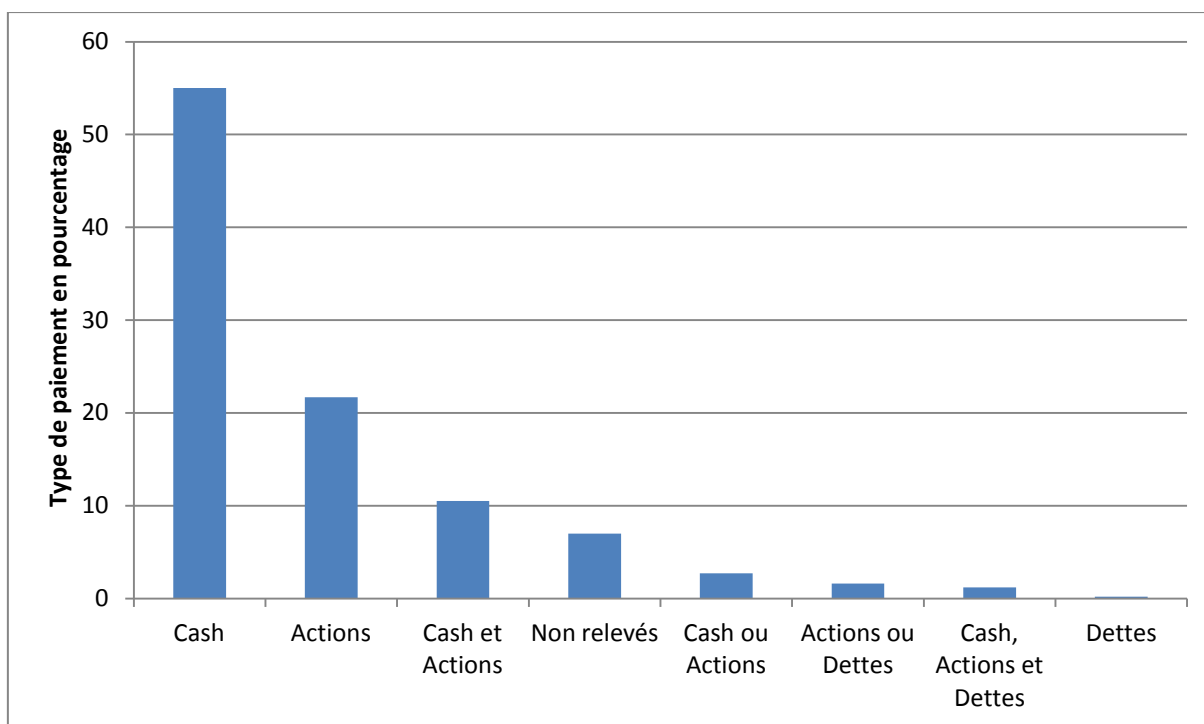


Source : élaboré par nos soins à partir des données de Standard and Poor's LCD, 2008

Figure 7: Emissions de prêts dans les opérations LBO

Les nombreuses opérations de « LBO » initiées par les fonds de private equity et les prêts qu'elles ont engendrés ont également joué un rôle important dans cette expansion du marché des fusions et acquisitions.

Par ailleurs le cours de bourse élevé favorise des acquisitions à moindre coût pour l'acquéreur qui peut en procéder à des échanges de titres (dans le cadre des OPE) ou d'une offre mixte. Toutefois, le mode de paiement privilégié reste le paiement en numéraire à plus de 55% (Cf. Figure 8).

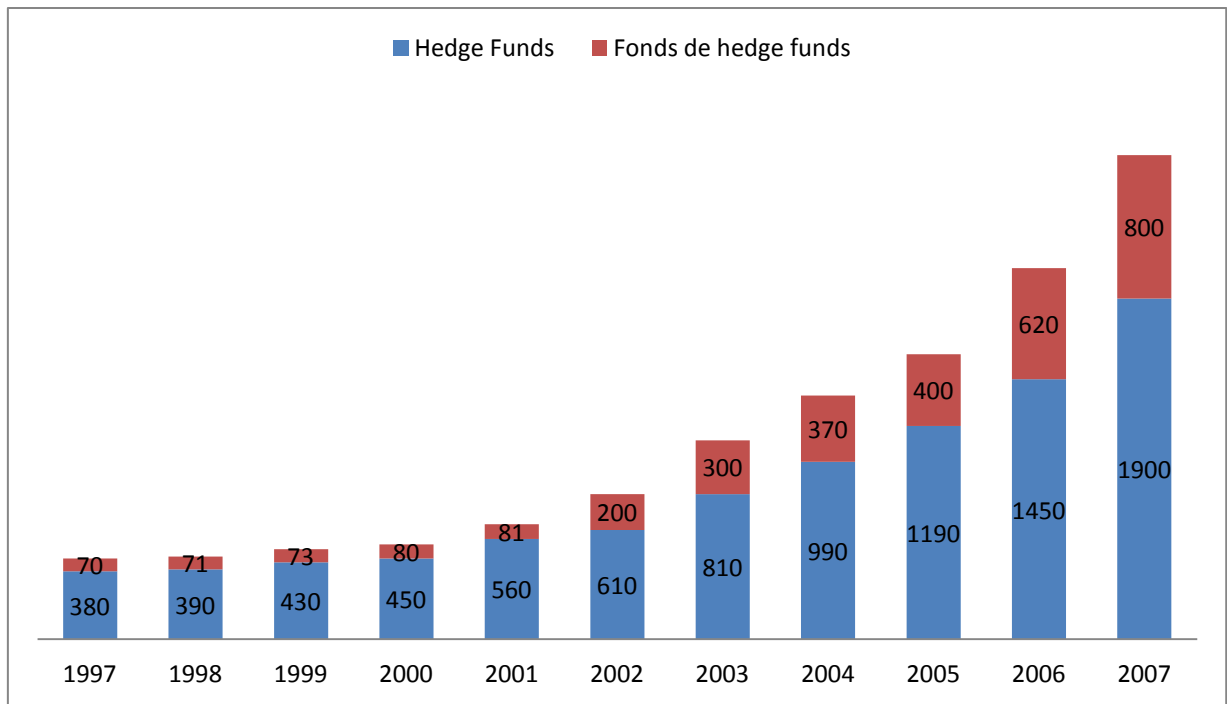


Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2011

Figure 8: Type de paiement dans les opérations de fusions et acquisitions dans le monde (2000-2010)

En 1990 les fonds de hedge funds qui étaient inexistant à l'échelle mondiale ont atteint environ 800 milliards de dollars en 2007. La gestion alternative¹⁹ a bénéficié en 2007 d'une croissance forte dont atteste la progression des encours mondiaux de *Hedge funds*. (Cf. figure 9).

¹⁹ La gestion alternative désigne un ensemble très varié de méthodes ou plutôt de stratégies de gestion d'actifs spécialisées, techniques et concentrées sur une niche de marché bien précise. La gestion alternative se donne pour objectifs d'atteindre un niveau de performance absolue, de préférence stable, décorrélée de la tendance globale du marché, tout en minimisant les risques et en garantissant le capital investi. Nous verrons plus bas des exemples de stratégies de gestion alternative.

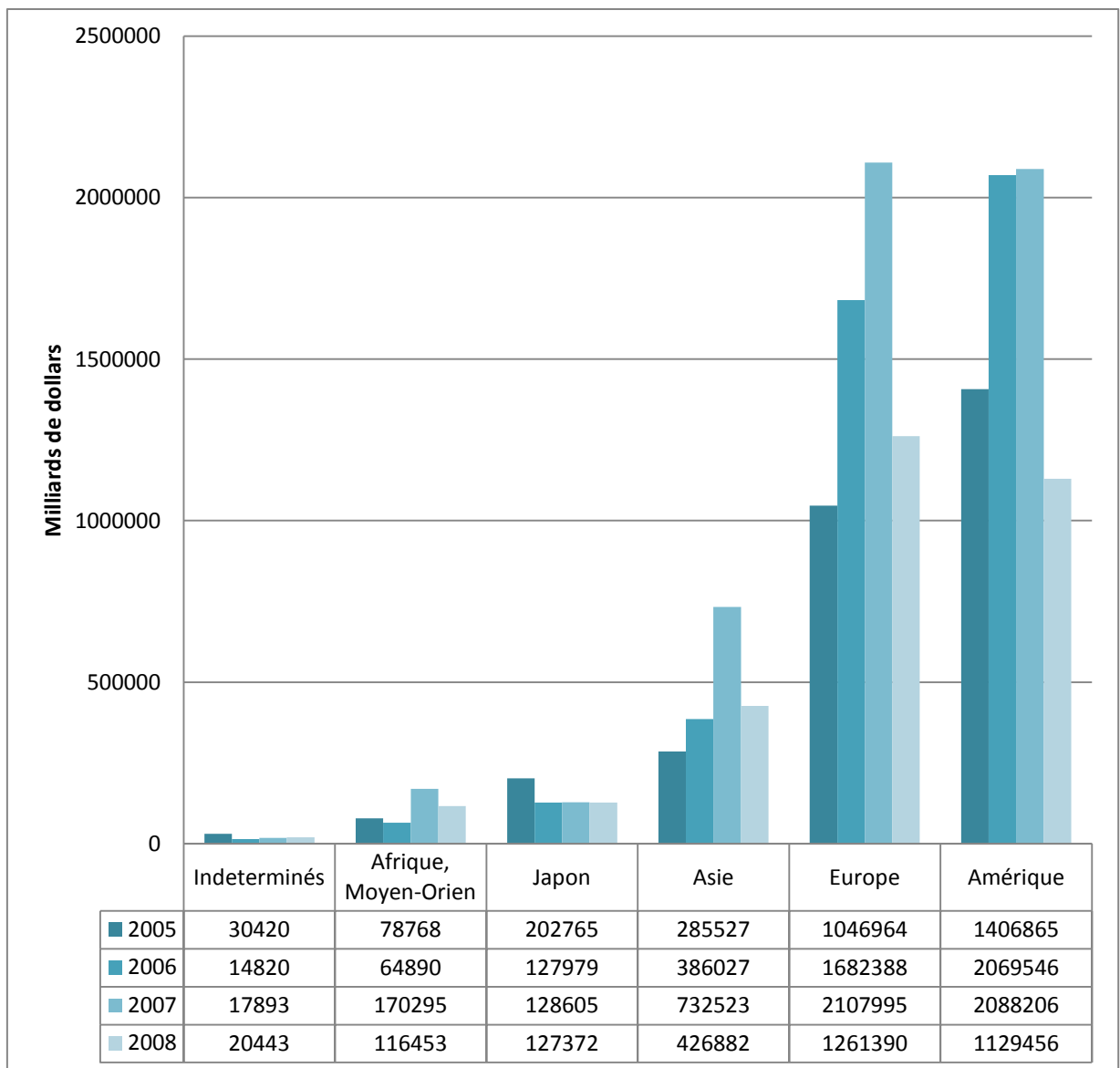


Source : élaboré par nos soins à partir des données de Standard and Poor's LCD

Figure 9: Encours mondiaux de Hedge funds

1.1. Répartition géographique des fusions et acquisitions

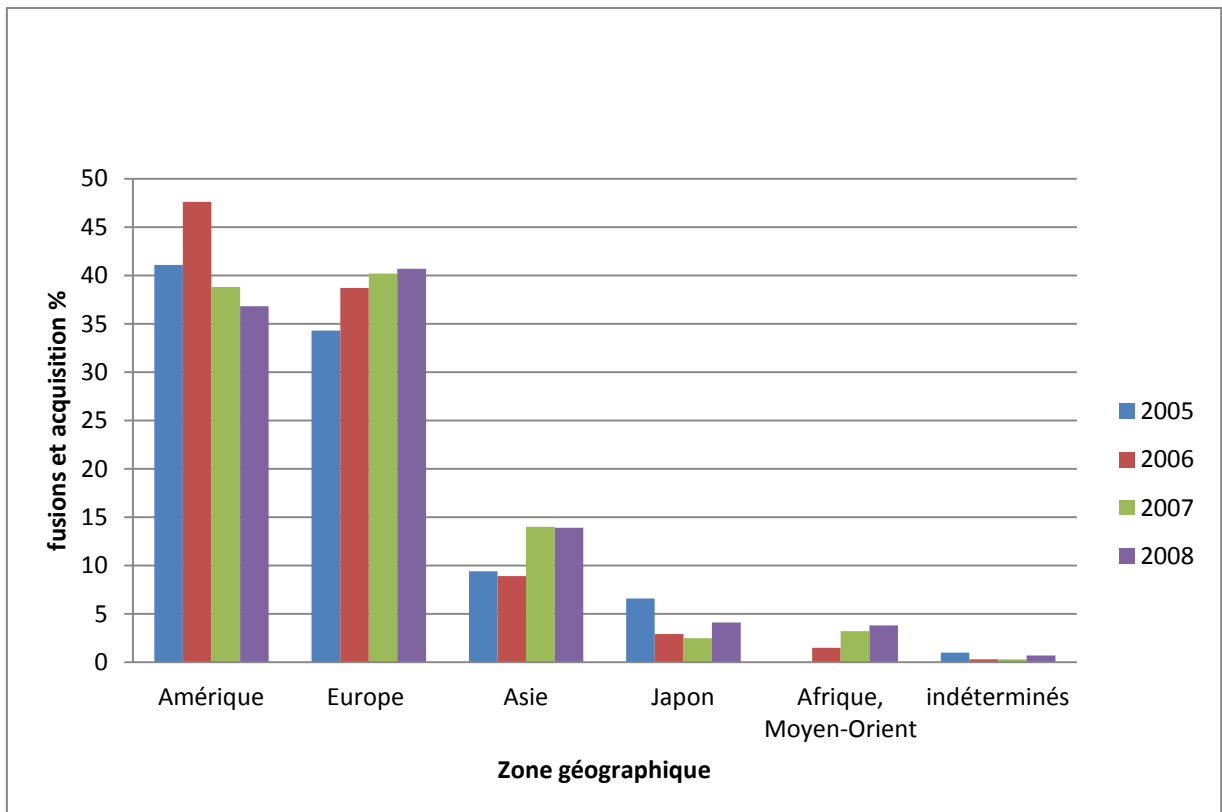
Les fusions et acquisitions se sont considérablement développées durant ces deux dernières décennies et concernent tous les continents, plus particulièrement le continent européen. Les États-Unis et l'Europe déterminent à elles seules la part la plus importante (*Cf. Figure 10*).



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2008

Figure 10: Répartition géographique des fusions et acquisitions selon le pays de l'acquéreur en milliards de dollars US (2005, 2006, 2007 et 2008)

Malgré l'ampleur mondiale du phénomène des fusions et acquisitions, les continents européen et américain conservent encore en valeur environ 80 % de part de marché, comme l'indiquent les répartitions géographiques suivantes établies selon le pays de l'acquéreur. Par ailleurs, la tendance est à l'élargissement de la part des zones géographiques comme l'Asie, le Moyen-Orient et l'Afrique qui est de l'ordre des 20 % et même 22 % en 2008. Le volume d'activité culmine en 2007, avec un rattrapage de l'Europe et de l'Asie par rapport à l'Amérique déjà partiellement ralentie par le déclenchement de la crise financière (*Cf. figure 11*).

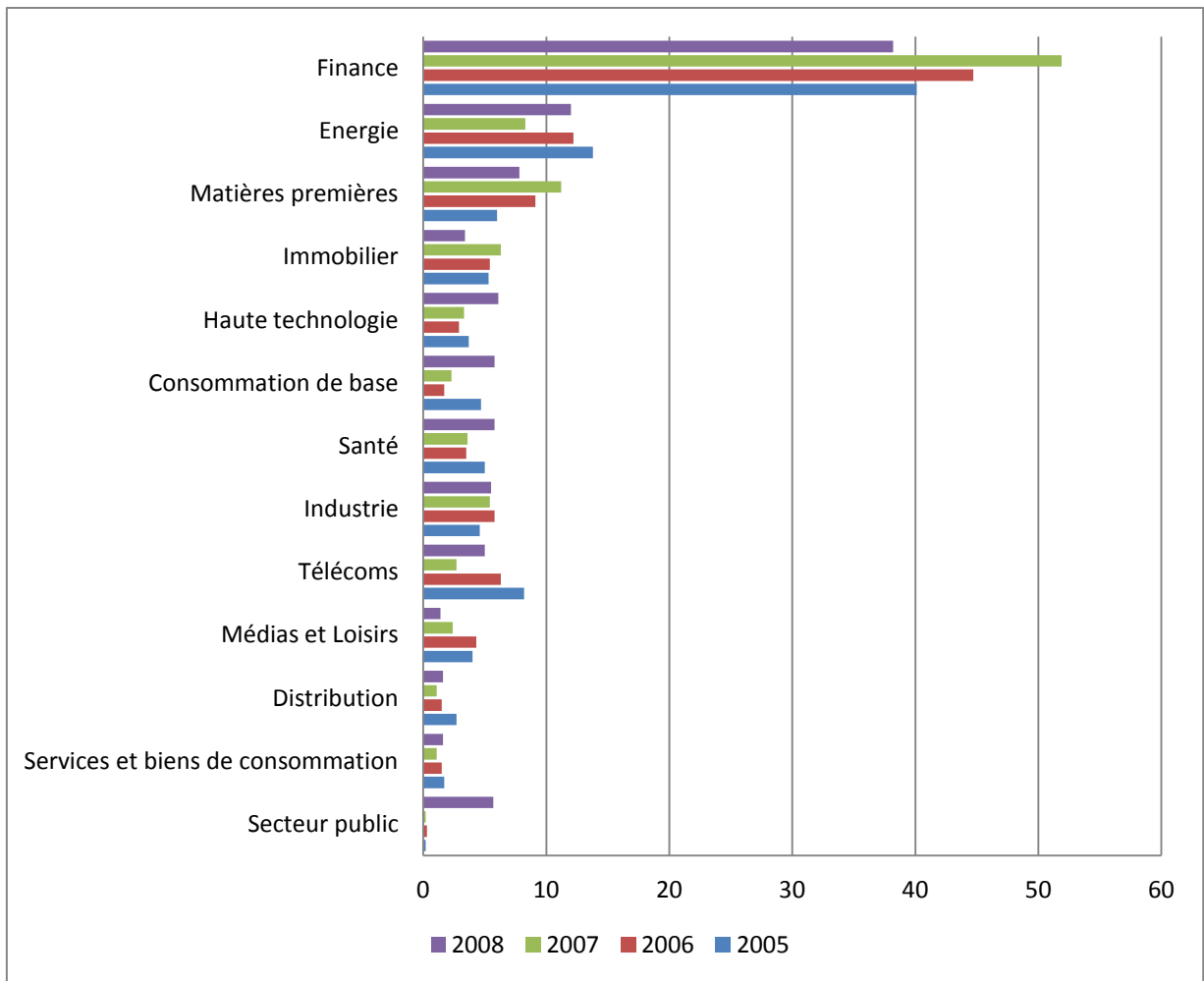


Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2008

Figure 11: Répartition géographique des fusions et acquisitions en pourcentage selon le pays de l'acquéreur

1.2. Répartition sectorielle des fusions et acquisitions

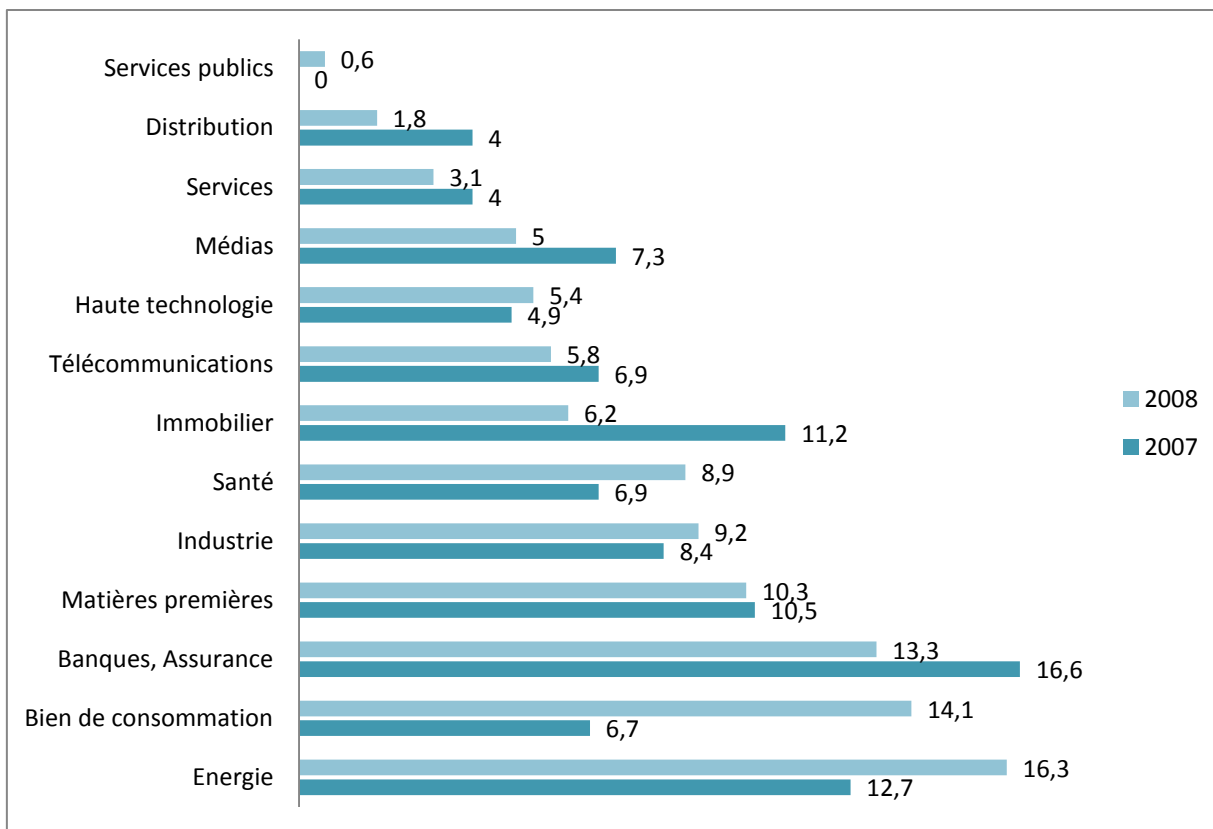
En 2005, les principales opérations se concentraient autour du secteur financier (40,1% des opérations de fusions et acquisitions à travers le monde), de l'énergie (13,8 %), ensuite les Télécoms (8,2%). En 2008, ces secteurs restent à l'avant plan excepté celui des matières premières qui prend le dessus des Télécoms (*Cf. figure 12*).



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson Financial, 2009

Figure 12: Répartition sectorielle des fusions et acquisitions dans le monde

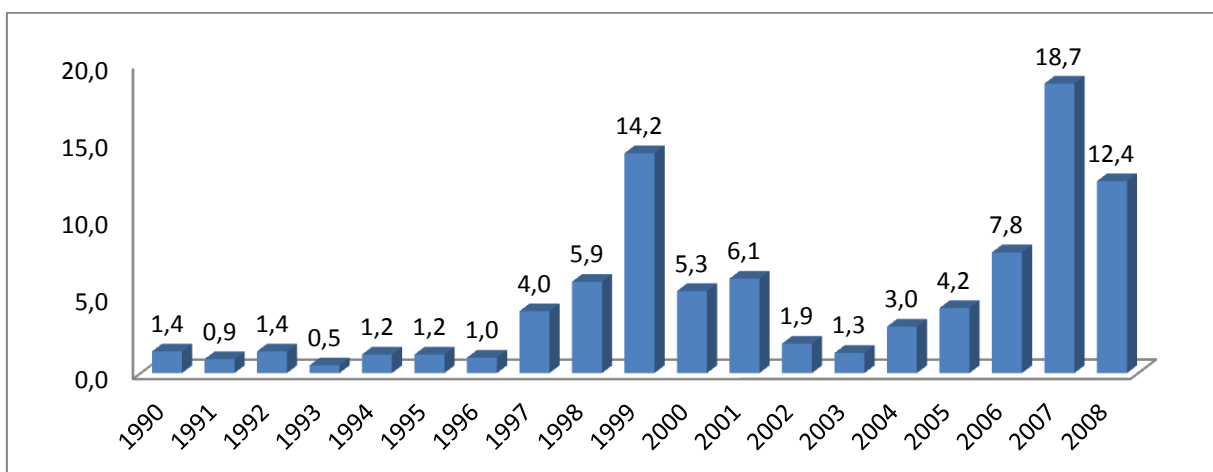
A l'échelle mondiale, le secteur bancaire constitue l'un des secteurs les plus actifs en matière de fusions et acquisitions (*Cf. figure 13*). Ce secteur arrive en première place en 2007, l'année record, avec 16,5% des transactions. En 2008, et durant la crise, le secteur financier a accusé un léger recul de 3,2% des transactions, pour se placer en troisième place derrière le secteur de l'énergie et des biens de consommation.



Source : élaboré par nos soins à partir des données de BCE, 2009

Figure 13: Répartition sectorielle des fusions et acquisitions dans le monde en pourcentage (2007-2008)

En 1990, la part de marché des fusions et acquisitions bancaires était de 1,4%, en 1997 cette part monte à 4% puis à 14% en 2000 et enfin à 18,7% en 2007.



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Thomson One Banker, 2009

Figure 14: Part de marché des fusions et acquisitions bancaires européennes (1990-2008)

2. La dynamique des fusions et acquisitions bancaires en Europe

Depuis le début de la décennie 1990, les fusions et acquisitions qui se sont déroulées dans le secteur bancaire ont connu un développement spectaculaire. Si les années 2001 et 2003 marquent un ralentissement de ces fusions du fait de l'explosion de la bulle boursière. C'est à partir de 1997 que les opérations de fusions et acquisitions ont commencé à prendre de l'ampleur dans la plupart des secteurs bancaires nationaux. Dès 1997 on assiste à la formation de champion nationaux dans la plupart des pays européens. D'abord en Allemagne, avec la création de Hypo Vereinsbank (HVB), ensuite en Italie avec Intesa, Unicredito Italiano et Sanpaolo IMI, BBVA et BSCH en Espagne ou encore BNP Paribas en France. Au début des années 2000, les fusions au Royaume-Uni entre RBoS et Nat West, puis entre Halifax et Bank of Scotland, s'inscrivent dans cette même logique. L'acquisition du Crédit Lyonnais par le Crédit Agricole relève également de cet objectif. Toute fois l'industrie financière européenne présente des caractéristiques spécifiques.

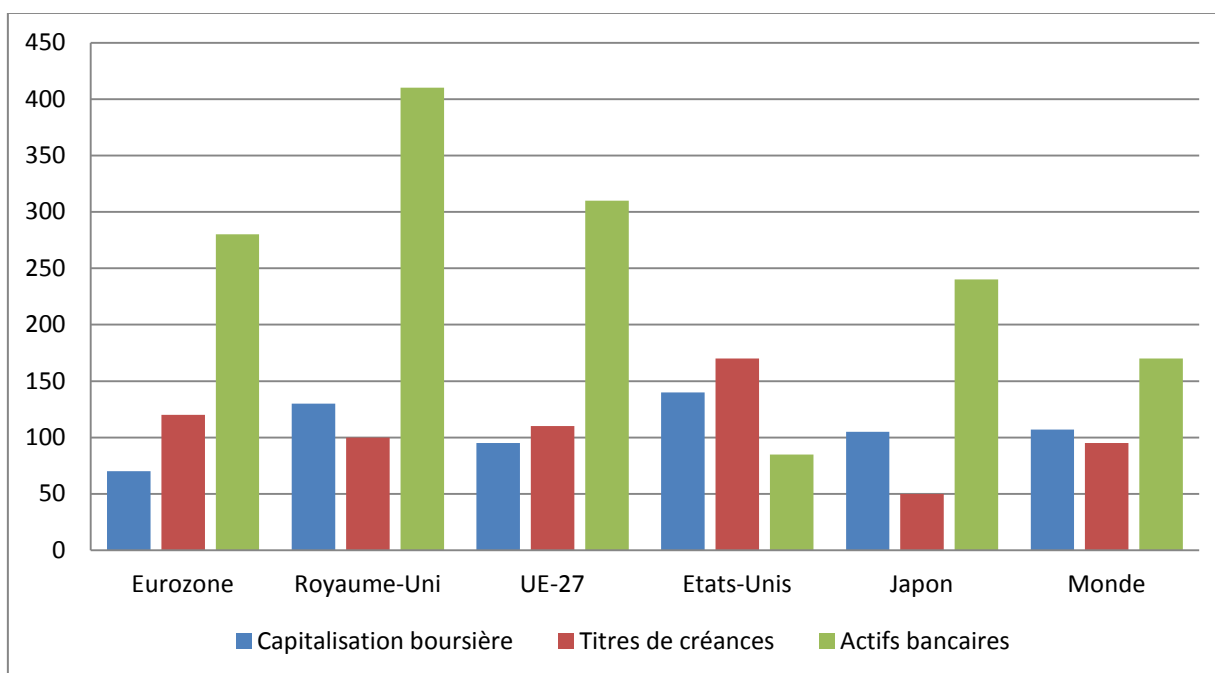
2.1. Les caractéristiques de l'industrie financière européenne

L'industrie financière européenne est caractérisée par la prépondérance des banques et un morcellement du système bancaire.

2.1.1. LA PRÉPONDÉRANCE DES BANQUES

La figure 14 illustre le poids relatif (*en pourcentage du PIB*) des trois formes de financement de l'économie de l'Union européenne (UE-15) en comparaison avec celles des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon et du reste du monde. Le système financier de l'Union Européenne se manifeste par la primauté des encours de financement bancaires par rapport aux États-Unis où les financements de marché dominant.

Les banques européennes (banque universelles) occupent une place primordiale dans le flux de financement externe des entreprises. Leurs prises de participation au capital des entreprises ont toujours été significatives, tant que les entreprises ont généralement peu recours à l'émission d'obligations et d'autres titres de dette.



Source : élaboré par nos soins à partir des données IMF Global Financial Stability Report, avril 2009

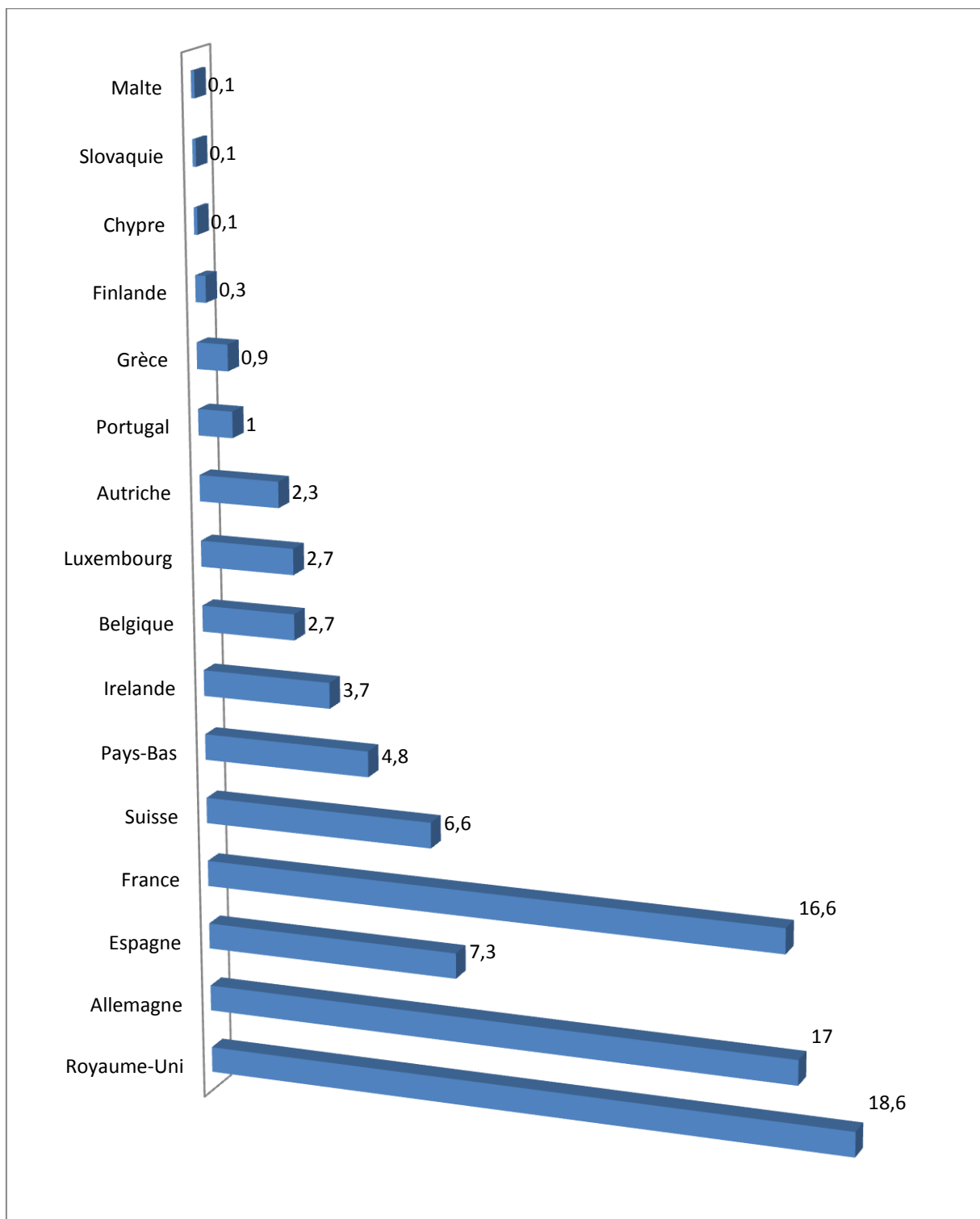
Figure 15 : Sources de financement dans la zone euro au Royaume-Uni, dans l'UE-27, aux États-Unis, au Japon et dans le monde en pourcentage du PIB en 2007

Malgré le fait que le système financier européen est dominé par les banques néanmoins le système bancaire européen est très morcelé.

2.1.2. LE MORCELLEMENT DU SYSTÈME BANCAIRE EUROPÉEN

Le système bancaire européen demeure fragmenté, avec 230.000 agences pour 8430 institutions de crédit en 2009. Ce système bancaire est surtout hétérogène d'un pays à un autre. D'un côté il y a l'Allemagne ou l'Italie avec un nombre élevé d'établissements de crédit de l'autre côté il y a les pays tels que la Belgique, le Luxembourg ou encore les Pays-Bas qui en comptent six à dix fois moins. La consolidation bancaire sur le marché national peut être considérée comme largement entamée voir aboutie dans tous les pays européens, à l'exception de l'Allemagne et l'Italie.

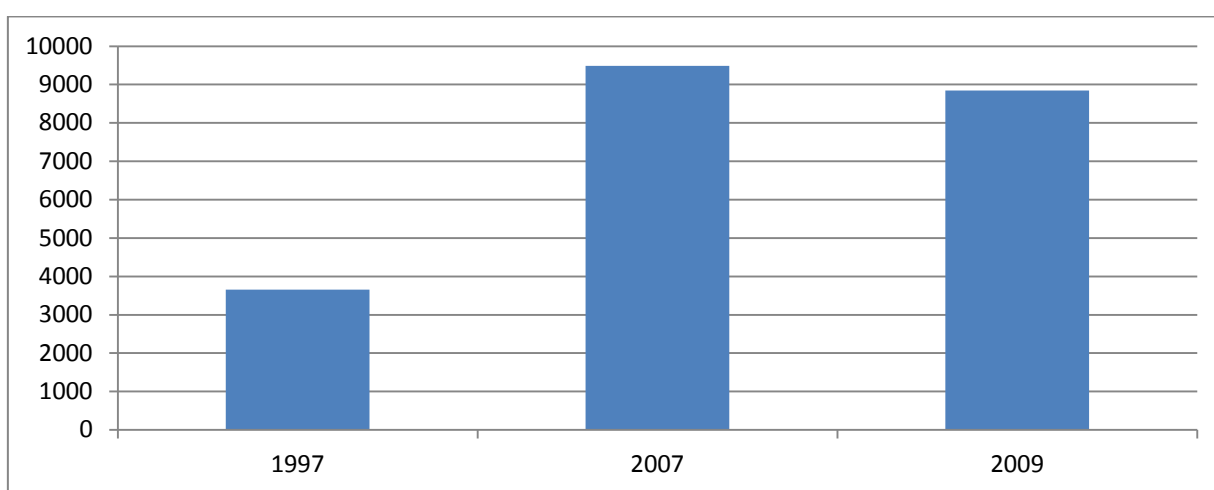
Le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne dominent le secteur bancaire européen. A eux trois, ils représentent plus de la moitié des actifs des banques européennes en fin 2008. Les dix premiers pays totalisent près de 90% du total du bilan du secteur bancaire européen.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010
Figure 16: Poids des différents secteurs bancaires

2.1.2.1. LE SYSTÈME BANCAIRE BRITANNIQUE

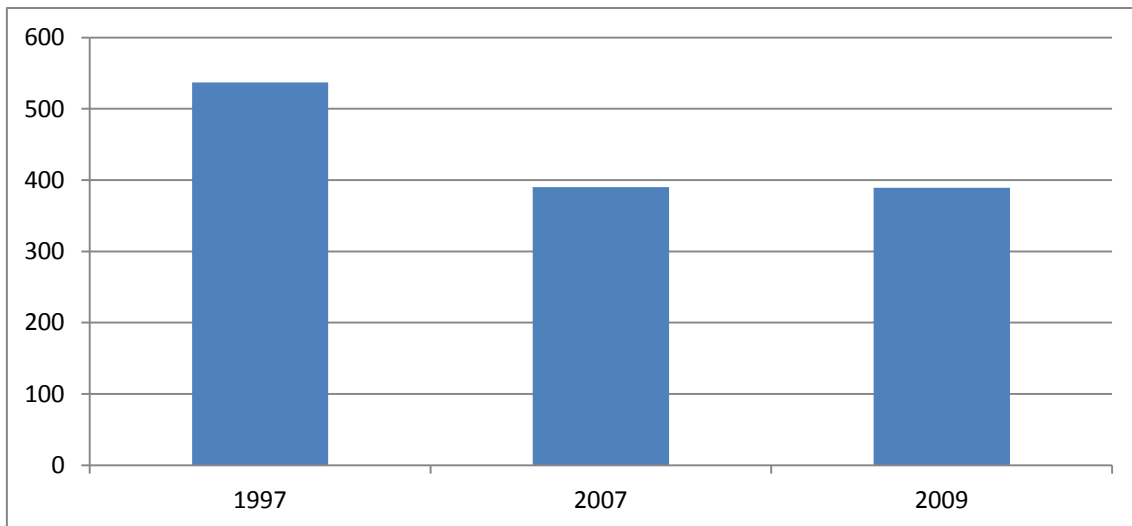
La consolidation est très avancée au Royaume-Uni et le niveau de concentration est très élevé. Les trois principales banques représentaient 80% du bilan du secteur bancaire britannique (BCE, 2009). La concentration a d'ailleurs augmenté avec le rapprochement en 2009 de Lloyds et HBOS. En outre, le marché bancaire au Royaume-Uni est très segmenté. Sur le métier de la banque de détail coexistent des *Clearing Banks* et les *Building Societies*. Tandis que la banque de financement et d'investissement les leaders sont généralement des banques américaines. Le total bilan du secteur bancaire britannique a fortement progressé sur la période 2004-2007 (Cf. figure 17)



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 17 : L'évolution du bilan des banques britanniques

En juin 2009, Le Royaume-Uni comptait 394, soit 19 entités de moins en 2004. Cette tendance est baissière, mais l'évolution reste lente, ce qui illustre que la consolidation est presque achevée (Cf. figure 18)



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

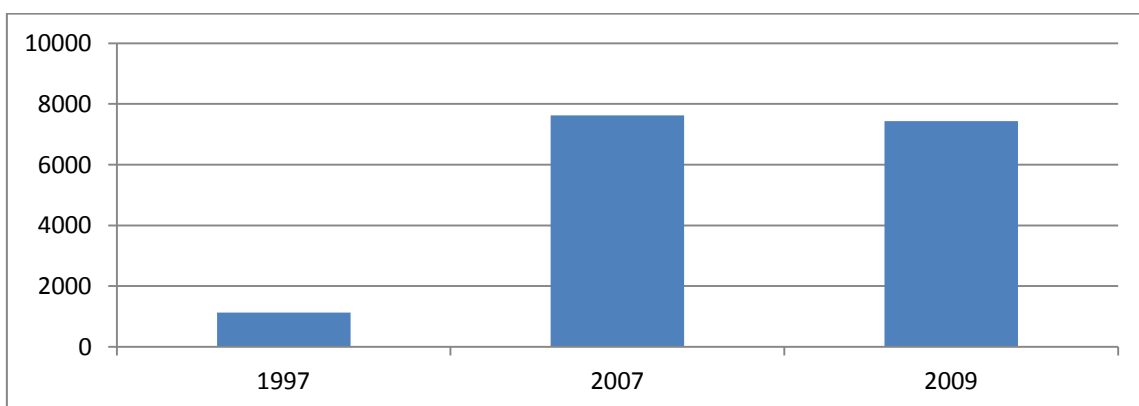
Figure 18 : L'évolution du nombre de banques au Royaume-Uni

Les principales banques britanniques ont une position très avancée dans le segment de la banque détail, notamment sur le segment de la clientèle de particulier. Certaines banques comme de Lloyds TBS ou d'HBOS désormais regroupées sous Lloyds Banking Group se caractérisent par une spécialisation sur le crédit hypothécaire.

Cependant HSBC et RBS possèdent un portefeuille d'activités plus diversifiés dans la gestion d'actifs ou BFI (Banque de Financement et d'Investissement).

2.1.2.2. LE SYSTÈME BANCAIRE ALLEMAND

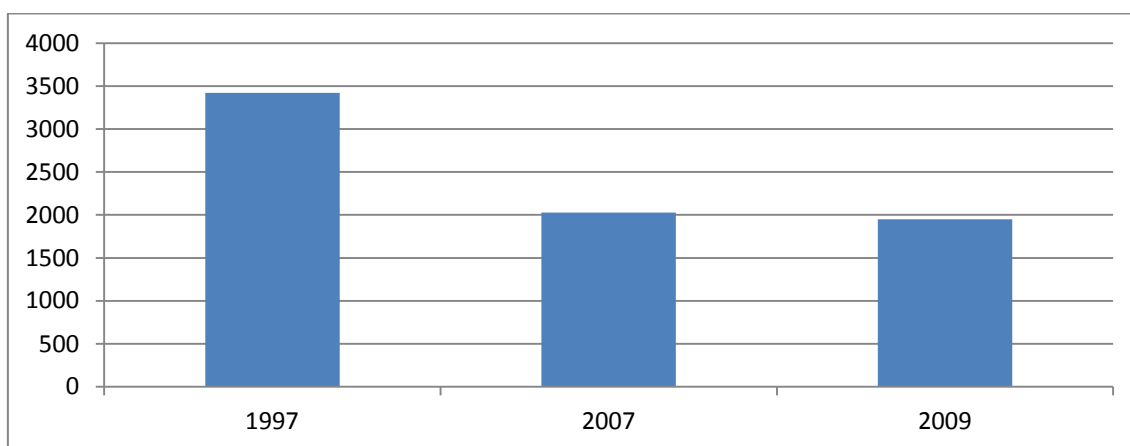
Les principales banques sont Deutsche Bank, Commerzbank, Landesbank Baden Wuttenberg (LBBW) et Bayer LB. L'une des spécificités du système bancaire allemand est le nombre très élevé de structures bancaires. Le système bancaire est très cloisonné, caractérisé par le modèle de Banque-Industrie et repose surtout sur trois piliers : les banques publiques (les Landesbank et les caisses d'épargne), les banques mutualistes et les banques privées.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 19 : Évolution du bilan des banques allemandes

Fin 2008, l'Allemagne comptait 1989 établissements de crédit. A elle toute seule, elle représente près d'un quart des établissements de crédits en Europe.

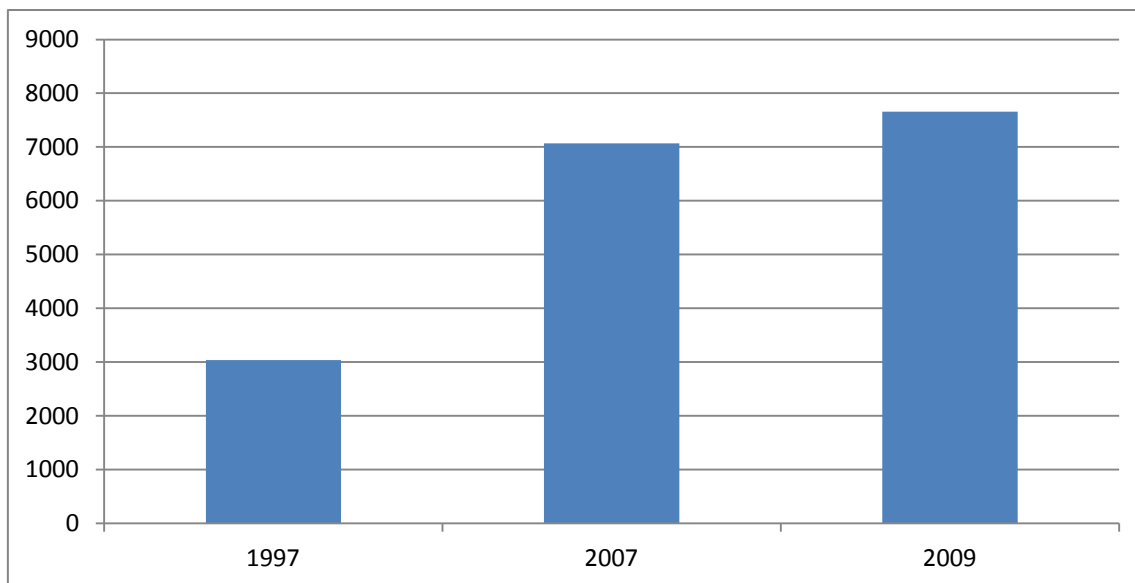


Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 20 : Évolution du nombre de banques allemandes

2.1.2.3. LE SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS

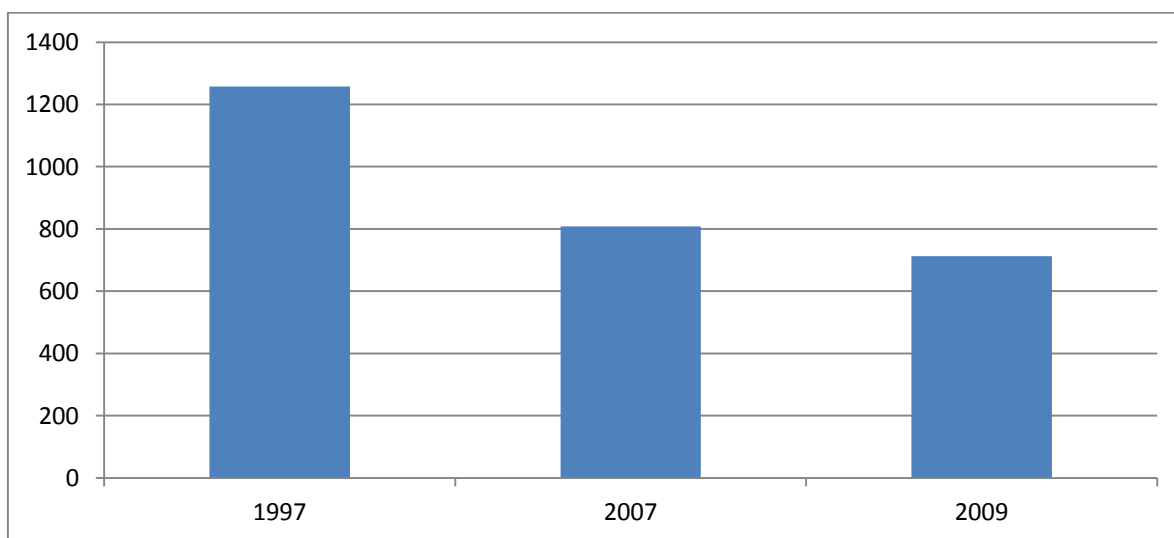
La consolidation du secteur bancaire est relativement élevée les six premières banques représentent près de 85% des actifs totaux (BCE, 2010). La concentration s'est accrue avec l'arrivée des groupes Caisse d'Épargne et Banque Populaire. Le système bancaire français se base sur deux principales familles de banques : les banques AFB (association française des banques) et les banques mutualistes et coopératives. La plupart des banques françaises fonctionnent sur le modèle de la banque universelle. Les banques françaises ont connu une forte croissance ces dernières années, portée par la banque de financement et d'investissement. Sur la période 2004-2007, le total bilan des banques françaises a progressé de plus de 60%.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 21 : Évolution du bilan des banques françaises

Le secteur bancaire français s'est réellement concentré ces dernières années. Le nombre d'établissements de crédit est passé de 897 en 2004 à 728 fin 2008.



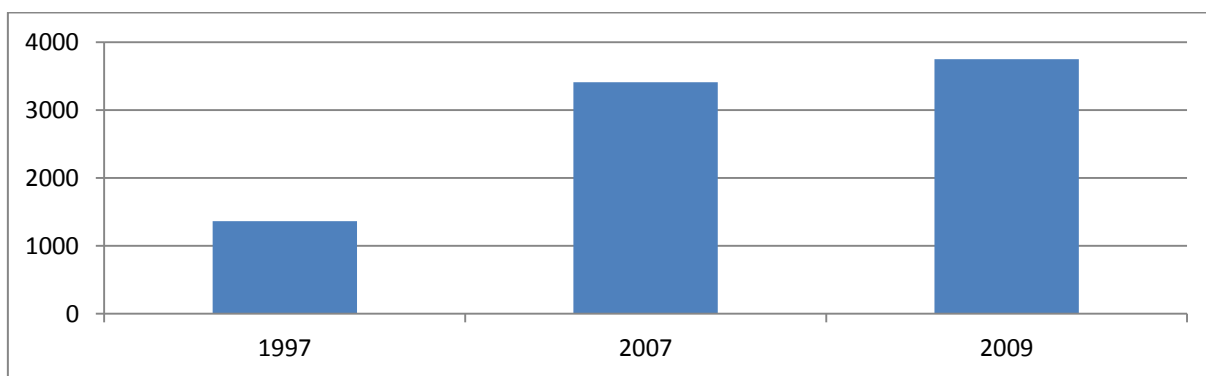
Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 22 : Évolution du nombre de banques françaises

La multiplication des fusions et acquisitions entre les Caisses au sein de la Caisse d'Épargne et celle la hausse des acquisitions transfrontalières avec, par exemple les acquisitions de la BNL par la BNP Paribas et Emporiki Bank par Crédit Agricole témoigne la vitalité des banques françaises.

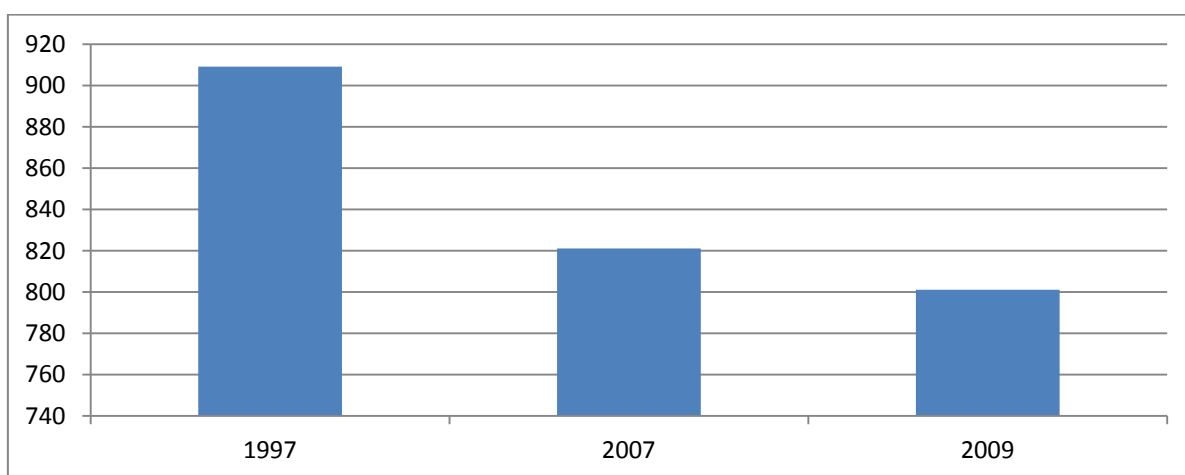
2.1.2.4. LE SYSTÈME BANCAIRE ITALIEN

La consolidation du secteur bancaire italien s'est accélérée ces dernières années. Parmi les principales opérations figurent la fusion en 2006 de Banca Intesa et San Paolo IMI, l'absorption de Unicredit par Capitalia en 2007 ou encore la reprise d'Antonveneta par Monte dei Paschi de Siena en 2008. Ces opérations ont donné naissance à de grands groupes bancaires italiens. Parallèlement, il existe un grand nombre de petites et moyennes banques. Le secteur bancaire italien est l'un des seuls où d'importantes opérations transfrontalières ont été menées : reprise de l'allemand HVB par Unicredit en 2008, acquisitions de la banque italienne BNL par le français BNP Paribas en 2006 et rachat d'Antonveneta par ABN Amro etc.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 23 : Evolution du bilan des banques italiennes



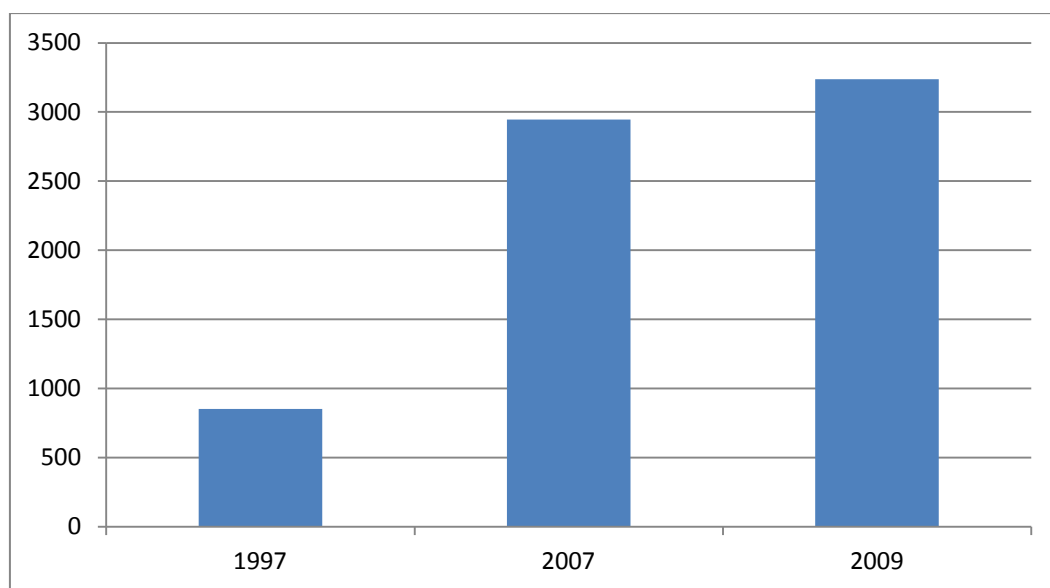
Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 24 : Évolution du nombre de banques en Italie

Les principales banques italiennes sont avant tout présentes dans la banque de détail intervenant auprès de la clientèle de particulier que des entreprises. Le secteur bancaire en Italie a été bouleversé par des fusions et acquisitions entre les principales banques : reprise de Capitalia par Unicredito en 2007, fusion de San Paolo IMI, pour devenir Intesa Sanpaolo en 2007, rachat de BNL par le français BNP Paribas ou encore acquisition d'Antonveneta par Montepascho. Ces opérations ont donné naissance à de poids lourds comme Unicredito, Intesa Sanpaolo et Montepascho.

2.1.2.5. LE SYSTÈME BANCAIRE ESPAGNOL

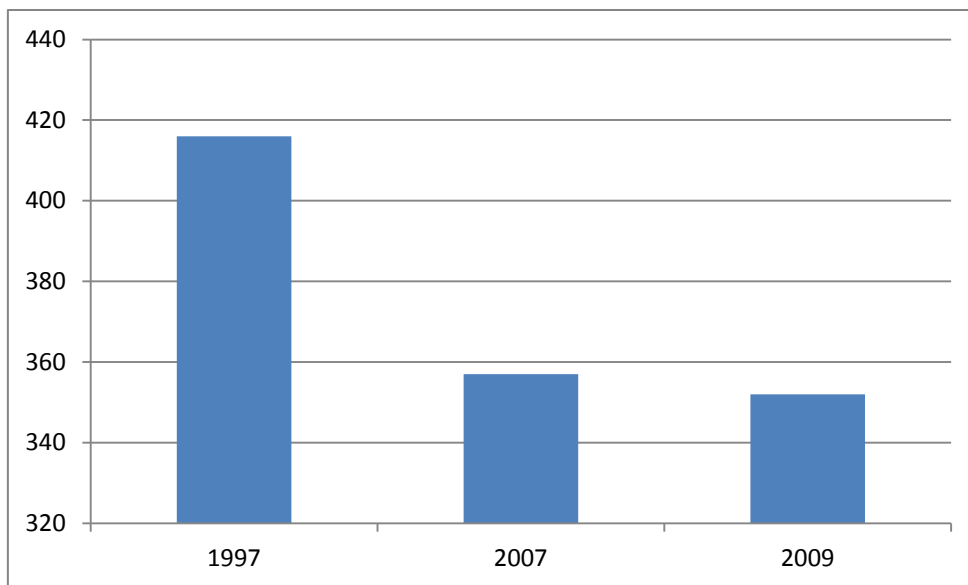
La concentration du secteur bancaire est relativement importante en Espagne. Les trois premières banques représentaient plus de la moitié des actifs totaux. Le secteur bancaire espagnol repose principalement sur trois catégories d'opérateurs : les banques commerciales, les caisses d'épargne et les coopératives de crédit qui sont essentiellement de petits établissements.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 25: Évolution du bilan des banques espagnoles

L'Espagne compte un nombre relativement élevé d'établissements de crédits. Fin 2008, 362 structures étaient recensées. Par ailleurs en Espagne, le nombre d'établissements de crédits suit un mouvement baissier.



Fait par nos soins à partir des données, de la BCE, 2010

Figure 26 : L'évolution du nombre de banques en Espagne

Les banques se sont d'abord constituées en « champions domestiques », compte tenu de l'étroitesse de leur marché, elles sont obligées d'internationaliser afin de devenir des « champions européens ». En outre la constitution des grandes banques à l'échelle européenne permettrait de faire face aux éventuelles OPA en provenance des Etats-Unis

2.2. Le dynamique des fusions et acquisitions bancaires en Europe

L'évolution du processus des fusions et acquisitions bancaires en Europe s'est déroulée en deux grandes périodes. La première phase est caractérisée par une accélération de ces opérations à partir de 1997 et s'est traduit par l'émergence de « champions domestiques » à partir de 1999. La deuxième phase démarre en 2004 avec la montée de fusions et acquisitions transfrontalières.

2.2.1. ÉVOLUTION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT EN EUROPE

Depuis le début de la décennie 1990, le nombre d'établissements de crédits, n'a cessé de diminuer du fait du phénomène des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire. La baisse des nombre d'établissements de crédit se poursuit, le mouvement s'est même nettement accéléré avec la crise financière. Sur l'ensemble des banques de l'Union européenne, le nombre d'établissements de crédit a diminué de 22,81%.

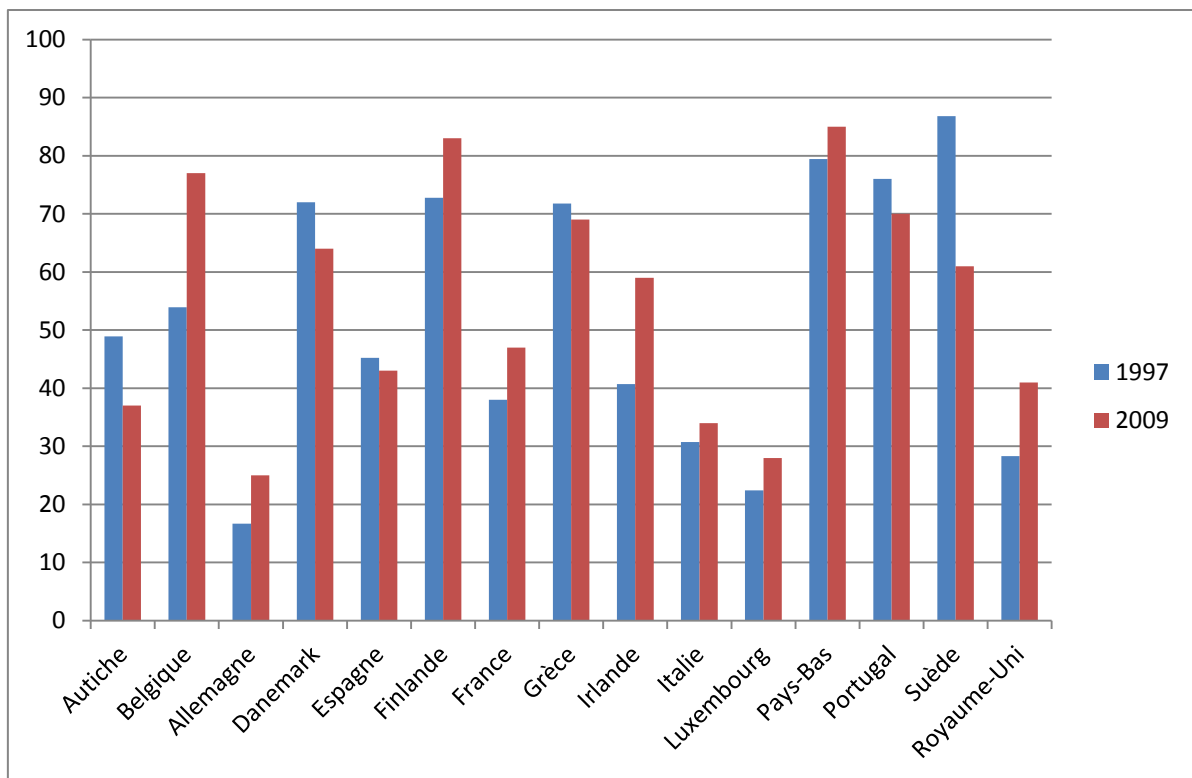
La tendance à la réduction du nombre d'établissements de crédit est plus marquée dans les pays comme le Pays-Bas, l'Allemagne et la France (*Cf. Tableau 3*).

Tableau 3 : Évolution du nombre d'établissements de crédit dans l'union européenne

Pays	1997	2009	Variation 1997/2009
Allemagne	3420	1948	-43,04 %
France	1258	712	-43,4 %
Irlande	71	498	601,4 %
Italie	909	801	-11,88 %
Autriche	928	790	-14,87 %
RU	537	389	-27,56 %
Finlande	348	349	0,28 %
Espagne	416	352	-15,38 %
Portugal	238	166	-30,25 %
Danemark	213	164	-23 %
Grèce	55	66	20 %
Luxembourg	215	147	-31,62 %
Suède	237	180	-24,05 %
Belgique	131	104	-20,61 %
Pays-Bas	648	295	-54,47 %
Total Union européenne	11 621	8970	-22,81 %

Source : BCE, 2009

Depuis 1997, les marchés bancaires européens deviennent de plus en plus concentrés dans beaucoup de pays où cinq grandes banques dominent le marché. Ainsi, à l'exception de l'Irlande et le Luxembourg, les niveaux de concentration semblent être plus élevés dans les petits pays, comme la Grèce, la Finlande et la Suède, que dans les grands pays comme l'Allemagne et le Royaume-Uni.



Source : élaboré par nos soins à partir des données de BCE, 2009

Figure 27: Poids des cinq plus grandes institutions dans le total des actifs du secteur bancaire européen

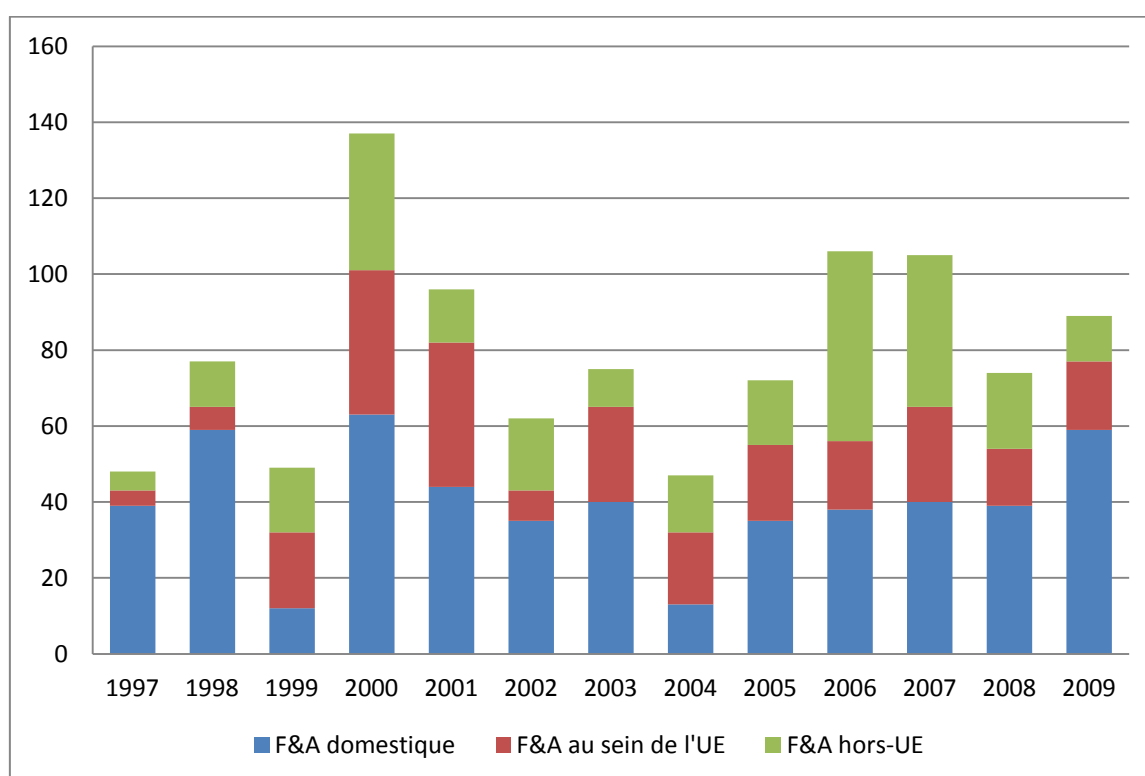
En 2009, les niveaux de concentration pour chaque pays peuvent être classés comme indiqué par le graphique (*figure 27*). La Belgique, le Danemark, la Finlande, la Grèce, les Pays-Bas, le Portugal et la Suède sont considérés comme les plus concentrés en termes d'actifs. Ces pays sont dominés par un petit nombre de concurrents. Par exemple, les Pays-Bas avec seulement cinq principales banques, ABN Amro, Rabobank, ING et Fortis dominent le marché. En Scandinavies, la part des cinq plus grandes banques représentait 83% en Finlande, 61% en Suède et 64% au Danemark. Par ailleurs, l'Autriche, la France, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne ont des taux de concentration qui se trouvent dans la moyenne.

La plupart des banques opérant dans ces pays sont des banques coopératives et des caisses d'épargne. Cependant, en France, le marché des dépôts a la particularité d'être très concentré. Cette situation est en partie le résultat de l'épargne réglementée, qui forme une grande partie des dépôts distribués par le biais de réseaux tels que le Crédit Mutuel et le Groupe Caisses d'Epargne (Ayadi et Pujals, 2005).

En Espagne, le marché a été dominé par quelques banques commerciales et d'épargne mutuelle. Au Luxembourg et au Royaume-Uni, le degré de concentration du marché élevé peut s'expliquer par le nombre élevé des banques étrangères. Cette évolution s'est accompagnée d'une accélération des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire et s'est également traduite par la constitution de grands groupes bancaires à l'échelle domestique.

2.2.2.1. L'ÉMERGENCE DE « CHAMPIONS DOMESTIQUES » À PARTIR DE 1999

Durant la décennie 1990, les opérations de fusions et acquisitions se sont majoritairement déroulées au niveau national (*Cf. figure 28 et Tableau 4*). Ainsi, les opérations de fusions et acquisitions ont une nouvelle dimension dans la plupart des secteurs bancaires européens.



Source : élaboré par nos soins à partir des données de BCE, 2009

Figure 28: Évolution du nombre d'opérations de fusions et acquisitions dans l'Union européenne (1997-2009)

Tableau 4 : Les principales fusions et acquisitions domestiques en Europe (1997-2008)

Acquéreur	Cible	Date	Montant (mil \$)	Pays cible	Pays acquéreur
Banco Popular Espanol SA	Banco de Credito Balear SA	25/09/2008	144,98	Espagne	Espagne
Banco Popular Espanol SA	Banco de Galicia SA	25/09/2008	49,79	Espagne	Espagne
Lloyds TSB Group PLC	HBOS PLC	17/09/2008	25 439,45	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Nykredit Realkredit A/S	Forstaedernes Bank A/S	17/09/2008	375,19	Danemark	Danemark
Deutsche Bank AG	Deutsche Postbank AG	15/09/2008	3 839,04	Allemagne	Allemagne
BPER	Meliorbanca SpA	25/08/2008	439,96	Italie	Italie
Unicredito Italiano SpA	Capitalia SpA	15/05/2007	29 528,09	Italie	Italie
Banche Popolari Unite Scrl	Banca Lombarda e	14/11/2006	7 801,46	Italie	Italie
Banca Intesa SpA	SanPaolo IMI SpA	26/08/2006	37 624,24	Italie	Italie
Banco de Sabadell SA	Banco Atlantico SA	19/12/2003	1 840,57	Espagne	Espagne
Den Norske Bank	Gjensidige NOR ASA	18/03/2003	3 805,84	Norvège	Norvège
Den Norske Bank Corporate	Nordlandsbanken A/S	20/12/2002	147,95	Norvège	Norvège
Credit Agricole	Credit Lyonnais SA	16/12/2002	16 242,82	France	France
Banca Popolare di Bergamo	Banca Popolare Commercio	15/12/2002	1 306,36	Italie	Italie
Deutsche Hypothekenbank	Rheinische Hypothekenbank	30/10/2002	1 831,94	Allemagne	Allemagne
Halifax Group PLC	Bank of Scotland PLC	04/05/2001	14 904,44	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Allianz AG	Dresdner Bank AG	01/04/2001	19 655,94	Allemagne	Allemagne
Royal Bank of Scotland Group	National Westminster Bank	29/11/1999	38 412,86	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Banca Intesa SpA	Banca Commerciale Italiana	31/05/1999	12 790,63	Italie	Italie
BNP	Paribas SA	09/03/1999	12 531,31	France	France
Banco Santander SA	Banco C Hispanoamericano	15/01/1999	11 320,76	Espagne	Espagne
Storebrand ASA	Finansbanken ASA	06/01/1999	189,37	Norvège	Norvège
Banco de Santander SA	Banesto	19/02/1998	3 849,77	Espagne	Espagne
Bayerische Vereinsbank AG	Bayerische Hypotheken	21/07/1997	7 001,15	Allemagne	Allemagne

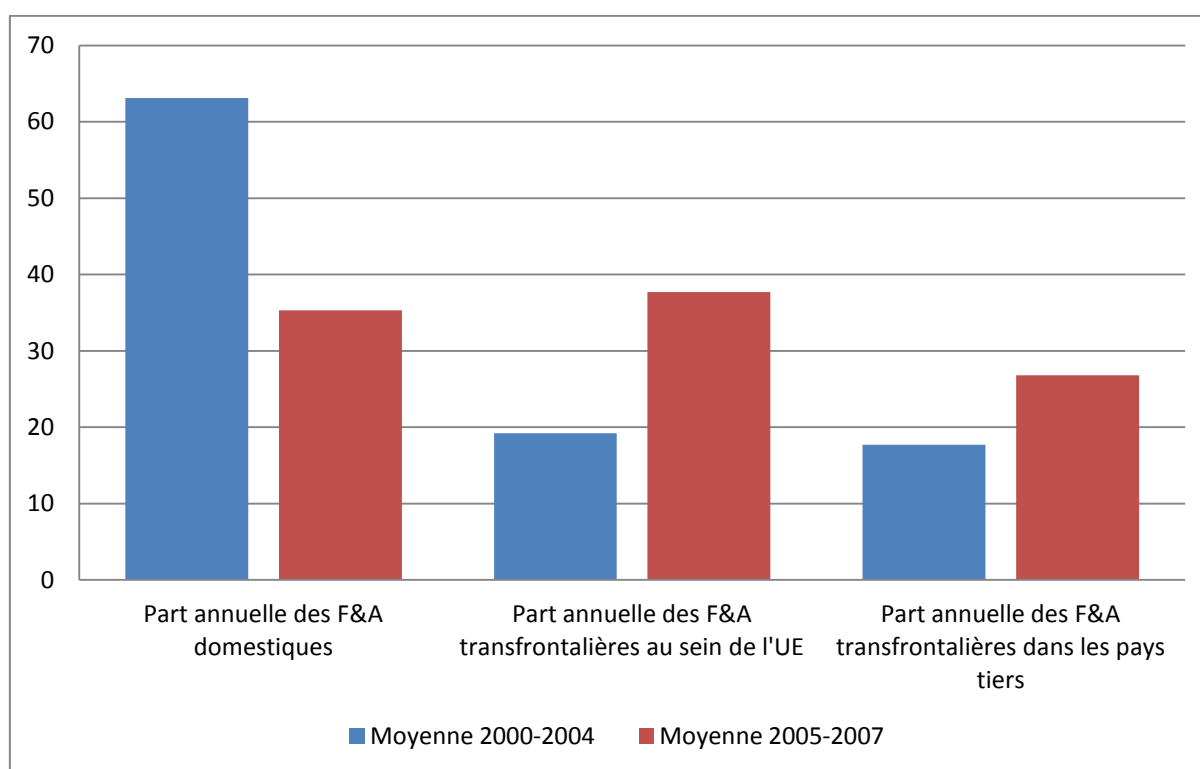
Source : Thomson Financial, 2009

A partir des années 2004, nous assistons à une montée des fusions et acquisitions transfrontalière.

2.2.3. LA MONTÉE EN PUISSANCE DES F&A TRANSFRONTALIÈRES À PARTIR DE 2004

La plupart des acquisitions hors frontières ont été ciblées sur des pays non membre de l'Union européenne : Amérique latine (ABN Amro, BBVA, BSCH) ; Asie (Standard Chartered, HSBC) ; Europe méditerranéenne (Crédit Agricole, banque allemandes), Europe centrale et orientale (UniCredit, Deutsche Bank, KBC) ; Russie (Société Générale). ; États-Unis (BNP Paribas, Calyon, HSBC, Deutsche Bank, ING).

Les fusions et acquisitions transfrontalières ont vu leur rythme s'accélérer, depuis les rapprochements de Santander-Abbey National (2004) et Unicredit-HVB (2005) jusqu'à l'ouverture italienne aux acteurs français en 2005 et 2006 (*Cf. tableau 5 et figure 29*).



Source : élaboré par nos soins à partir des données de BCE, 2008

Figure 29: Valeur des opérations de fusions et acquisitions réalisées par les banques européennes

Tableau 5 : les principales opérations de fusions et acquisitions paneuropéennes entre 1997 et 2008

Acquéreur	Cible	Date	Montant (mil dollars)	Pays cible	Pays acquéreur
Alandsbanken Abp	Kaupthing Bank Sverige	18/12/1008	48,7	Suède	Finlande
BNP Paribas SA	Fortis Bank SA/NV	06/10/2008	12765,28	Belgique	France
Svenska Handelsbanken	Lokalbanken Nordsjaellen	15/09/2008	152,05	Danemark	Suède
Banco Santander SA	Alliance&Leicester PLC	14/07/2008	2517,95	Royaume-Uni	Espagne
Defpa BK Plc	Hypo Real Estate Holding AG	23/07/2007	7847,11	République- Irlande	Alemagne
RFS Holdings BV (Fortis, RBS,BSCH)	ABN-AMRO Holding NV	25/04/2007	98189,19	Pays-Bas	Royaume- Uni Belgique Espagne
Crédit-Agricole SA	Emporik Bank SA	13/06/2006	2 650,24	Grèce	France
BNP-Paribas SA	Banca Nazionale del Lavoro	03/02/2006	5 944,13	Italie	France
Unicredito Italiano SpA	Bayerische Hypo- und Vereins	30/06/2005	1 8256,50	Allemagne	Italie
Unicredito Italiano SpA	Bank Austria Creditanstalt AG	12/06/2005	3 268,41	Autriche	Italie
Almanij NV	Kredietbank Luxembourg	23/12/2004	785,40	Luxembourg	Belgique
Banco Santander Central Hipano SA	Abbey National PLC	23 /07/200 4	15 787,49	Royaume-Uni	Espagne
Nordea AB	Petrobank (LG Group)	05/07/2002	53,39	Pologne	Sweden
Société Générale	Komercni Banka AS	28/06/2001	1 020,00	République Thèque	France
Svenska handelsbanken AB	Midtbank A/S	11/04/2001	262,55	Danemark	Suède
Bayerische Hypo-Vereins	Bank Austria AG	22/07/2000	7317,01	Autriche	Allema gn e
MeritaNordbanken	Unidanmark A/S	06/03/2000	4 425,78	Danemark	Finlande
HSBC Holdings PLC {HSBC}	Crédit Commercial de France	01/04/2000	11 100,00	France	Royaume- Uni
Erstate Bank der	Ceska Sporitelna Savings Bank	29/10/1999	527,91	République Thèque	Autriche
Svenska Handelsbanken	Bergensbanken ASA	03/05/1999	182,73	Suède	Norvège

Source : Thomson Financial, 2009

L'internationalisation des banques européennes s'est plutôt orientée, en dehors l'Union Européenne. Les banques européennes ont réalisées très peu d'acquisitions au Etats-Unis et ces dernières concernent le métier de la Banque d'investissement et de financement. On peut citer le cas de Deutsch Bank qui a racheté Banker Trust en 1998 et celui d'UBS a acquis Pain Webber en 2000. En outre, il y a eu aussi le rachat des banques régionales comme Bankwest acquise par BNP Paribas en 2001, Household par HSBC en 2003, Charter One par RBS en 2004, Sovereign Corp. par Santander en 2006 et enfin Compass Bancshares par BBVA en 2007 (Cf. Tableau 6).

Tableau 6 : Les dix plus grandes fusions et acquisitions réalisées par les banques européennes en dehors de l'Europe

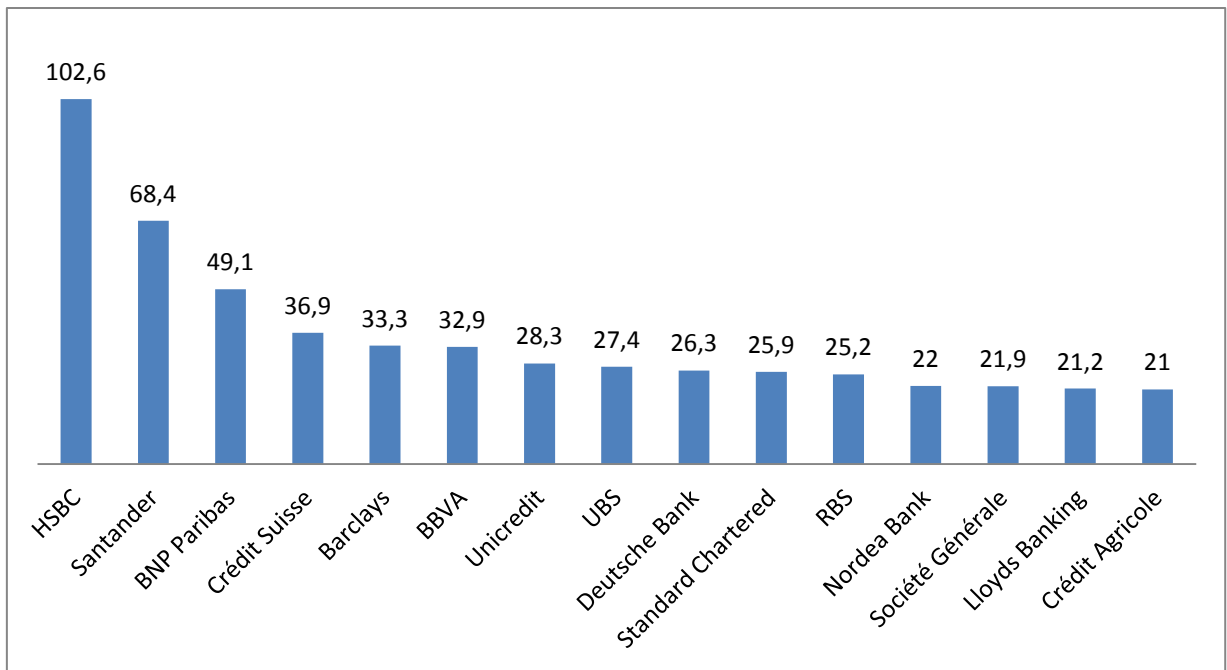
Date d'annonce	Acquéreur	Pays	Cibles	Pays	Montants (Mds \$)
2002	HSBC	RU	Household International	Etats-Unis	15,3
2000	UBS	Suisse	Paine Webber	Etats-Unis	12,2
2004	RBoS	RU	Charter One Financial	Etats-Unis	10,5
1998	Deutsche Bank	Allemagne	Bankers Trust	Etats-Unis	9,1
2000	Crédit Suisse	Suisse	Donaldson Lufkin & Jenrette (DLJ)	Etats-Unis	8,1
2006	BSCH	Espagne	Sovereign Co	Etats-Unis	n.a
2007	BBVA	Espagne	Compass Bancshares	Etats-Unis	na

Source : Zephyr- Bureau Van Dijk, 2008

Les stratégies d'internationalisation se sont faites aussi vers des zones géographiques qui ont des liens historiques avec certains pays européens comme l'Amérique latine pour les banques espagnoles ou en Europe de l'Est pour les banques françaises et Allemandes. En Europe de l'Est²⁰ les privatisations des services financiers ont créé des opportunités de fusions et acquisitions transfrontalières.

Les stratégies de fusions et acquisitions transfrontalières offrent donc une opportunité de croissance par la capitalisation boursière. En 2008, avant l'accélération de la crise les dix premiers acteurs se classaient de la manière suivante (*Cf. figure 30*)

²⁰ En 2007, la quasi-totalité des actifs bancaires des pays de l'Europe de l'Est est passée sous le contrôle étranger : 90% en Estonie, république Tchèque et Croatie, à 88% en Roumanie, 74% en Pologne et près de 50% en Serbie et Ukraine.



Source : élaboré par nos soins à partir des données de Datastream, 2008

Figure 30 : Classement des banques européennes selon la capitalisation boursière (Décembre 2008)

HSBC, BSCH et BNP Paribas, qui forment le trio de tête des banques les plus cotées, sont aussi celles qui se sont lancées dans des fusions et acquisitions paneuropéenne en achetant des acteurs de taille important sur européens : c'est le cas de BNP-Paribas avec BNL, Santander avec Abbey et Unicredit avec HVB.

Conclusion

Les fusions et acquisitions dans le secteur bancaire ont connu un retard comparé aux autres secteurs du fait que la banque joue un rôle spécifique dans l'économie. Ces opérations de fusions et acquisitions bancaires se sont déroulées en deux grandes phases. La première s'est traduite par l'émergence des grandes banques à l'échelle domestique. Ce stade constitue une étape cruciale permettant aux banques domestiques d'aller à l'assaut des marchés régionaux ou mondiaux. La deuxième phase démarre avec l'acquisition de la banque Abbey par Banco Santander central Hispano en 2004. Cette seconde phase marque réellement le décollage des opérations transfrontalières.

Chapitre II.

LES MOTIVATIONS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS BANCAIRES EUROPEENNES

Introduction

Les travaux de Berger et al. (1999) et Group of Ten (2001) ont mis en évidence les facteurs majeurs qui ont provoqués des changements profonds dans l'industrie bancaire européenne et encouragé les fusions et acquisitions. Il s'agit notamment de la dérégulation, des progrès et de la globalisation des marchés. En outre, les pressions des actionnaires et l'introduction de l'Euro ont également constitué des forces supplémentaires. En réponse à ces changements profonds de leur environnement, les banques européennes ont opté pour une stratégie de fusions et acquisitions dans le but de créer de la valeur pour leurs actionnaires. Dans ce chapitre, nous nous proposons d'adopter la démarche suivante : dans la première section, nous nous intéresserons sur les facteurs qui ont poussé les banques à se regrouper d'abord au niveau national sous forme de fusions et acquisitions domestiques (facteurs externes). Dans la deuxième section nous nous concentrerons sur les facteurs internes (création de valeur actionnariale)

Section 1. Les motivations externes

Depuis deux décennies, on assiste à des changements profonds de l'environnement des banques. La globalisation des marchés (1), les changements technologiques et les innovations financières (2) et enfin l'introduction de l'euro (3) ont radicalement changé l'environnement des banques et poussé ces dernières à se regrouper sous forme des fusions et acquisitions afin de survivre et de créer de la valeur pour les actionnaires.

1. L'impact de la dérégulation et de la globalisation financière sur le marché bancaire

Dans les deux cotés de l'Atlantique, la dérégulation a eu pour objectif de réduire les règles qui cloisonnaient les métiers bancaires et limitaient la concurrence.

1.1. Le processus de dérégulation aux États-Unis et en Europe

Le mouvement de dérégulation, parti des Etats-Unis s'est développé en Europe en modifiant profondément la physionomie du secteur bancaire et encouragé les fusions et acquisitions.

1.1.1. LE MOUVEMENT DE DÉRÉGULATION AUX ÉTATS-UNIS

Aux Etats Unis la dérégulation a démarré dans les années 1980 et s'est poursuivie tout au long des années 1990 et 2000. L'analyse de la distribution des banques américaines par taille en 1994 et 2007 montre que le nombre de banques aux États-Unis a fortement diminué durant cette période (Cf. tableau 7).

Au début des années 1980 elles étaient 14400, contre 11500 en 1992 et 9 200 en 1997. Parallèlement le nombre de caisses d'épargne a chuté de 4 000 à moins de 2 000. Durant la première moitié des années 90, les banques américaines ont connu une vague de fusions et acquisitions. En 1991 Chemical Banking et Manufacturer Hanover fusionnent, à cette date est aussi créée Nations Bank par la fusion entre NCNB, C&S avec Sovran. L'année suivante BankAmerica et Security Pacific se rapprochent (valorisation de l'ensemble à 4,5 milliards de dollars). Par ailleurs, l'année 1994 a vu le rapprochement entre BankAmerica et Continental Bank (valorisation à 2,4 milliards de dollars) en outre Keycorp et Society Corp. se sont également rapprochés durant cette même année (valorisation à 4,1 milliards de dollars).

En 1995 Chemical et Chase Manhattan se sont fusionnées, deux années plus tard, First Union a racheté Core States Financial pour 17,1 milliards de dollars, ensuite Nations Bank a racheté Barnett Banks Inc. pour 15,5 milliards de dollars, enfin Banc One a racheté First USA. En 1998 Travelers Group et Citicorp ont fusionné.

En 2007, il y avait moins de petites banques américaines de proximité et plus de grandes banques qu'en 1994. Les 87 banques (1,2%) du total des banques dont les actifs sont supérieurs à 10 milliards de dollars correspondent à plus de 75% des actifs totaux du système bancaire américain. La structure du marché bancaire aux Etats-Unis est largement due aux restrictions réglementaires des activités bancaires inter-états (*intersate banking*).

La suppression des restrictions géographiques sur les établissements bancaires est l'une des principales raisons à l'accélération des fusions et acquisitions au sein de l'industrie bancaire américaine. Notons qu'aux Etats-Unis, la réglementation en vigueur interdisait aux banques d'exercer leur activité de dehors de leur Etat d'origine. En 1995, les contraintes liées à une extension géographique furent supprimées par le biais du Riegle-Neal Interstate Banking Efficiency Act et au même moment, les activités bancaires ont fait l'objet d'un décloisonnement progressif. En mars 1997, la Réserve fédérale a autorisé les banques commerciales à consacrer 25% de leur chiffre d'affaires aux activités de titres et a levé l'interdiction pour les banques d'exercer des activités d'assurance.

En plus du décloisonnement géographique, s'est ajouté un décloisonnement par métier suite à l'abrogation du « Glass Steagall Act » de 1933 et du « Bank Holding Company Act » de 1956. Par cette loi de 1999 les barrières existantes entre banques commerciales, sociétés de placement et compagnies d'assurance ont été abolies. Le processus de décloisonnement a été parachevé en 1999 par l'abolition du Glass Steagall Act de 1933 qui interdisait, jusqu'alors, d'exercer à la fois le métier de la banque de dépôts et de banque d'affaires. En éliminant les barrières sectorielles, le Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 a facilité le rapprochement des activités bancaires, de titres et d'assurance au sein d'un même groupe financier. En conséquence, la suppression du Glass Steagall Act va accélérer les fusions et acquisitions bancaires aux Etats-Unis.

Les fusions et acquisitions se sont aussi traduites par des acquisitions de portefeuille dans le métier de la carte de crédit. Ainsi, Citicorp a racheté le portefeuille d'AT&T Universal, qui se composait de 15,5 milliards de dollars d'encours de crédit et de plus de 12 millions de comptes d'actifs. La Chase Manhattan a acquis le portefeuille de 4 milliards de dollars de la Bank of New York. Et depuis 1997 il y a eu la fusion JP Morgan avec Chase Manhattan mais aussi des fusions entre banques régionales américaines (First-US bancorp, FleetBoston-SummitBancorp).

Durant la crise de 2007 deux banques d'investissement américaines, en l'occurrence Bear Stearns et Merrill Lynch ont été respectivement rachetées par JP Morgan Chase et Bank of America. Cette dernière opération est la plus importante fusion-acquisition réalisée depuis le début de la crise avec un montant proche de 50 milliards de dollars. Le marché de la banque de détail n'a pas été épargné, Bank of America a pris le contrôle de Countrywide, le numéro un des crédits hypothécaires aux Etats-Unis, JP Morgan Chase a racheté Washington Mutual la première caisse d'épargne. De son côté, Wells Fargo a acquis la quatrième banque américaine, Wachovia.

Tableau 7: Concentration bancaire aux États-Unis en 1994 et 1997

	1994			
Taille (actifs)	Nombre	% du total	Actifs (milliards de dollars)	% du total
inférieurs à 100 millions de dollars	12 044	83,2	404,2	16,1
Entre 100 de dollars millions et 1 milliards de dollars	2161	14,9	513,9	20,5
Entre 1 milliards et 10 milliards	254	1,7	725,9	28,9
Supérieur à 10 milliards de dollars	24	0,2	864,8	34,5
Total	14483		2508,9	
	2007			
Taille (actifs)	Nombre	% du total	Actifs (milliards de dollars)	% du total
inférieurs à 100 millions de dollars	3331	44,7	173,9	1,8
Entre 100 de dollars millions et 1 milliards de dollars	3631	48,7	1031,9	10,6
Entre 1 milliards et 10 milliards	401	5,4	1095,3	11,2
Supérieur à 10 milliards de dollars	87	1,2	7463,3	76,4
Total	7450		9765,4	

Source: FDIC Quarterly Banking Profile, www.fdic.gov.

1.1.2. LE PROCESSUS DE DÉRÉGULATION EN EUROPE

L'Europe a également fait l'objet d'un mouvement de dérégulation au cours des 50 dernières années. Pour Dermine (2002) les mesures de dérégulation en Europe peuvent s'étaler sur cinq grandes périodes la suppression des barrières à l'entrée au niveau des marchés intérieurs (1957-1973) l'harmonisation des réglementations bancaires (1973-1983), l'achèvement du marché intérieur (1987-1992), la création de l'Union économique et monétaire conduisant à la monnaie unique (1993-1999), et le Plan d'Action des Services Financiers (1999-2005). Ces différentes mesures ont encouragé les fusions et acquisitions bancaires en harmonisant la concurrence entre les banques européennes.

Les travaux de Tourani-Rad et Van Beek (1999) ont montré que les vagues de fusions et acquisitions observées dans le secteur bancaire européen durant les années 1990 semblent être en grande partie liées à la deuxième directive bancaire. En vertu de cette directive, publiée en 1989 et mis en œuvre en 1992, tous les établissements de crédit agréés dans un pays de l'Union Européenne ont été en mesure d'établir des succursales ou de fournir des services financiers dans d'autres pays de l'Union Européenne sans autre autorisation, à condition que la banque ait déjà été autorisée à fournir de tels services dans le pays d'origine.

La suppression des restrictions géographiques ainsi que l'harmonisation du cadre prudentiel ont ainsi été un moteur important des fusions et acquisitions bancaires notamment en Europe, du fait de l'application des directives européennes. Après des années de contrôle strict et de protection du système bancaire européen, le secteur bancaire a subi de profondes mutations grâce à l'élimination des obstacles aux mouvements de capitaux dans l'Union européenne en 1992, avec la liberté complète de services financiers. Les directives bancaires de 1977 et de 1989, mises en pratique entre 1992 et 1994, ont créé un cadre réglementaire commun établissant les principes d'un marché unique pour les Etats membres de l'Union européenne.

La première directive bancaire a introduit le principe d'une continuité nationale de la réglementation applicable aux banques implantées dans un autre pays membre de l'Union européenne, de la levée des obstacles à la circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux entre les pays membres. La réglementation bancaire a amorcé l'harmonisation des réglementations prudentielles dans les États de l'Union européenne.

La deuxième directive bancaire (Directive 89/646 du 15 décembre 1989) a joué un rôle majeur dans l'accélération des fusions et acquisitions domestiques et a favorisé les fusions et acquisitions transfrontalières. Le rôle majeur dans l'intégration du secteur bancaire en Europe est assuré par la deuxième directive du conseil, du 15 décembre 1989. Cette directive s'articule autour de deux axes majeurs :

- La licence bancaire unique

Elle fixe le nouveau régime d'implantation des succursales selon lequel il n'est plus requis, pour implanter une succursale dans un autre Etat membre, de solliciter l'accord préalable de l'autorité compétente dans le pays d'accueil. Il suffit d'avoir obtenu au départ, une fois pour toutes, l'agrément des autorités de tutelle dans le pays où l'établissement a été créé.

- La libre prestation de services

Cette libre fourniture de services financiers au-delà des frontières favoriserait les opérations transfrontalières. Les établissements de crédit ne possédant pas de succursales dans un pays donné ont néanmoins la pleine possibilité d'y prêter leurs services par le biais d'une banque domicile, opérant par delà les frontières au départ d'installations peu coûteuses, par téléphone ou par Internet.

Pour éviter la baisse de leur marge et une hausse des coûts, les banques doivent réaliser d'importantes économies d'échelle que seules les fusions et acquisitions permettent d'obtenir par effet de taille. L'amplification de la concurrence a eu un effet sur les mouvements de fusions et acquisitions bancaires.

2. LES CHANGEMENTS TECHNOLOGIQUES ET LES INNOVATIONS FINANCIÈRES

Les changements technologiques et les innovations financières ont contribué à augmenter la concurrence au sein du secteur bancaire. Cette forme de concurrence liée aux progrès technologiques a fortement accéléré les fusions et acquisitions. Dans ce qui suit nous allons aborder le rôle des changements technologiques (2.1) et ensuite aborder celui des innovations financières (2.2) dans le développement des fusions et acquisitions.

2.1. Les changements technologiques

La technologie a été considérée comme un des catalyseurs du mouvement des fusions et acquisitions durant les années 1990. Les travaux de Maskow, (2008) ont montré que les progrès technologiques ont réduit le coût d'entrée sur les marchés des services bancaires, modifié les structures de production des banques et ont donné à ces dernières la possibilité de rechercher de nouveaux débouchés en mettant en place de nouvelles façons servir ces marchés.

Les études de Goddard et al. (2001) les changements technologiques ont un impact significatif sur la structure des marchés bancaires européens. Par conséquent ces changements technologiques ont contribué à réduire les barrières techniques, géographiques et ont favorisé la tendance à l'unification des marchés bancaires. Les travaux concernant les effets des changements technologiques sur les frais bancaires aux États-Unis (Hunter et Timme, 1991; Humphrey, 1993), en Espagne (Maudos et al, 1996.), en Allemagne (Lang et Welzel, 1996) et dans l'Union Européenne (Altunbas et al 1999) ont montré que les changements technologiques ont favorisé des réductions de coûts et les banques de grande taille tirent mieux leur épingle du jeu que les banques de petite taille.

Les travaux de Hernando et Nieto, (2007) ; De Young et al. (2007) ont montré que les changements technologiques ont contribué à générer des économies de coûts associés à la gestion de l'information (collecte, stockage, traitement et transmission) grâce à l'automatisation du traitement des données. Ensuite, ces changements technologiques ont modifié les modes d'accès des clients aux produits et services, principalement à travers une chaîne de distribution automatisée (téléphone ou par Internet). Enfin les nouvelles technologies ont dans la plupart des cas amélioré la rentabilité services financiers à travers une réduction des coûts de traitement des services financiers

La création des réseaux électroniques à haut débit permettant à l'information à circuler pratiquement en temps réel, la multiplication des capacités de traitement et de stockage de l'information, l'interconnexion des ordinateurs entre eux ont créé les conditions favorables aux fusions et acquisitions bancaires. Les changements technologiques ont affecté la demande des services bancaires, ont accru l'intensité concurrentielle du secteur bancaire (Mishkin et Strahan, 1999) et ont permis aux banques d'étendre leurs activités sur des zones géographiques plus larges, réduisant ainsi les coûts d'agence et permettant une opportunité de création de valeur actionnariale.

Les changements technologiques et la dérégulation ont favorisé la multiplication des innovations financières.

2.2. Les innovations financières

Dans les années 1950 aux États-Unis, le taux d'intérêt sur les bons du Trésor à trois mois fluctuait entre 1% et 3,5% ; dans les années 1970, il a varié entre 4 et 11% ; dans les années 1980, il est passé de 5% à 15%²¹. Les variations des taux d'intérêt²² peuvent constituer des opportunités des gains en capital ou des pertes et créent une plus grande incertitude sur les rendements des investissements. Cet accroissement du risque de taux a suscité une augmentation de la demande de produits et de services capables de réduire ce risque. Par conséquent les banques ont mis en place de nouveaux instruments qui aident à diminuer le risque de taux, c'est le cas du développement aux États-Unis dans les années des prêts hypothécaires à taux variable²³ et les dérivés financiers. De nouveaux produits se sont développés, en particulier les produits dérivés²⁴. Les innovations financières s'expliquent par les progrès technologiques considérables, la montée des risques dans les années 1970 (risque de taux d'intérêt et de change) et la volonté de créer de la valeur pour les actionnaires.

²¹ <http://www.ritholtz.com/blog/2010/08/history-of-us-interest-rates-1790-present/>

²² Le risque lié à l'incertitude sur les mouvements des taux d'intérêt et de rendements se nomme risque de taux, et une grande volatilité de taux, comme dans les années 1970 et 1980 conduit à une forte volatilité de risque de taux.

²³ On distingue les prêts à taux variable et les prêts à taux révisable. Les premiers sont des prêts dont le taux d'intérêt est indexé sur un taux de référence qui est dans la plupart des cas un taux de marché, variable, et il comporte une marge (spread) par rapport à ce taux de référence. Les prêts à taux révisable sont une variante des prêts à taux variable dans laquelle le prêteur dispose du droit d'ajuster le taux d'intérêt dans des conditions spécifiques au contrat.

²⁴ Cependant la crise des subprimes nous a montré les effets néfastes que peuvent créer ces produits.

Le développement de nouveaux produits et services financiers, favorisé par l'intégration croissante des marchés, encouragé la concurrence et conduit à la constitution de banques de dimension mondiale à travers les fusions et acquisition.

3. L'introduction de l'euro

Le traité de Maastricht de 1992, a programmé l'institution d'une monnaie unique européenne à partir de 1999 au plus tard, en trois étapes : la première a débuté le 1^{er} juillet 1990, avec l'entrée en vigueur de la cinquième directive instituant la libéralisation totale des mouvements de capitaux ; la deuxième le 1^{er} janvier 1994, avec l'institution de l'Institut monétaire européen, préparant la Banque centrale européenne ; la troisième le 1^{er} janvier 1999, avec l'introduction de la monnaie unique et la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

L'introduction de l'euro a favorisé la circulation des biens et des services au niveau des consommateurs et encouragé aussi les fusions et acquisitions transfrontalières car il devient plus facile d'acquérir une banque étrangère lorsque la monnaie de l'initiateur et de la cible est la même. Par ailleurs, le fait que les prix soient exprimés dans la même monnaie permet de comparer plus facilement les tarifs en vigueur dans chaque pays, ensuite, avec l'euro les banques nationales peuvent collecter des dépôts et octroyer des crédits dans toute la zone de l'Union économique et monétaire sans le moindre risque de change.

L'introduction de l'euro a donc de modifier l'environnement concurrentiel dans lequel évoluent les banques et accéléré les fusions et acquisitions. Ce phénomène peut aussi s'expliquer par les conditions économiques favorables durant la décennie 1990.

4. Les conditions économiques favorables durant les années 1990

Les conditions boursières et la croissance économique ont favorisé les fusions et acquisitions bancaires. L'explosion des fusions et acquisitions durant ces deux dernières décennies a aussi bénéficié d'un mouvement boursier et financier particulièrement favorable.

4.1. Une croissance économique vigoureuse durant les années 1990

Durant les deux dernières décennies, la valeur des capitaux en circulation dans le monde a

accompagné la croissance économique²⁵. En 1980, les capitaux étaient environ égaux à la valeur du PIB (109%). Entre 1990 et 2007, ils ont cru presque quatre fois plus vite que le PIB mondial. Ils représentent le double du PIB en 1993 (216%) et plus du triple en 2003 (326%). Entre 1990 et 2007, la valeur des capitaux avait augmenté de 9% par an, soit plus de deux fois la croissance de la production des biens et services. En 2007, la valeur des actifs financiers mondiaux avait atteint près 194 mille milliards de dollars, soit 343% du PIB mondial. Les actions représentent 32% des actifs financiers, les emprunts des entreprises 25%, les dépôts bancaires 29% et les emprunts d'Etat représentent la plus petite classe d'actif financier, avec 15% au total. Mais la crise de 2008 a rompu cette croissance²⁶ (Source : IMF, 2008).

La croissance des années quatre-vingt-dix a facilité la réalisation des fusions et acquisitions bancaires parce qu'elle a favorisé le développement de la taille des sociétés industrielles ou commerciales ainsi que des compagnies d'assurance. Cette croissance est un facteur incitatif fort pour les banques qui doivent suivre les grandes entreprises (clients) qui se développent au plan international.

La croissance économique vigoureuse rend les fusions et acquisitions bancaires plus attractives car les cibles sont des investissements rentables, en effet, grâce à l'augmentation de la taille, les banques peuvent profiter à plein de la croissance du marché sans avoir à se constituer une clientèle, ce qui est long et coûteux. Enfin la croissance rend la réalisation opérationnelle de la fusion plus indolore qu'en période de basse croissance où la réalisation de synergies passe par des restructurations difficiles à mettre en œuvre.

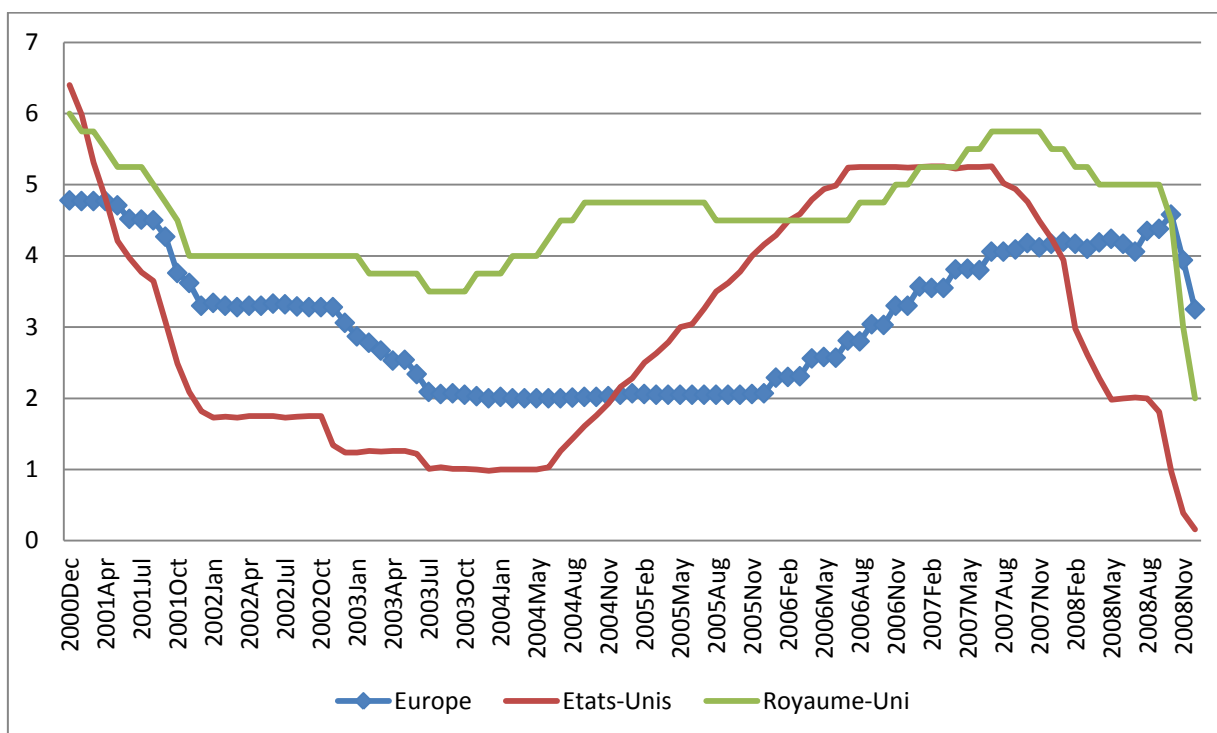
4.2. Les taux d'intérêt historiquement bas jusqu'en 2005

L'activité des fusions et acquisitions a connu un net recul sur la période 2001-2002. En effet, cette période a coïncidé avec l'explosion de la bulle internet, à la réduction des taux d'intérêt, des taux de croissance dans le monde et dans la zone euro en particulier, et enfin la chute de la valorisation des actifs. La période 2004-2007 a vu la reprise du marché mondial des fusions et acquisitions pourrait être due à une politique de taux historiquement bas amorcée par la BCE en 2001 qui prend terme en 2005. Cette réduction des taux d'intérêt et la remontée des prix

²⁵http://www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/gcm_sixth_annual_report/gcm_sixth_annual_report_full_report.pdf

²⁶ Les actions ne représentent plus que 19% des actifs financiers, les emprunts des entreprises 29%, les dépôts bancaires 34% et les emprunts d'Etat 18% du total. Les actifs financiers sont passés à 178 mille milliards à la fin 2008 (soit une baisse de 17 mille milliards)

des actifs financiers s'est accompagnée ensuite d'une reprise des acquisitions qui a culminé en 2007 (Cf. figure 33).



Source : BCE, 2008

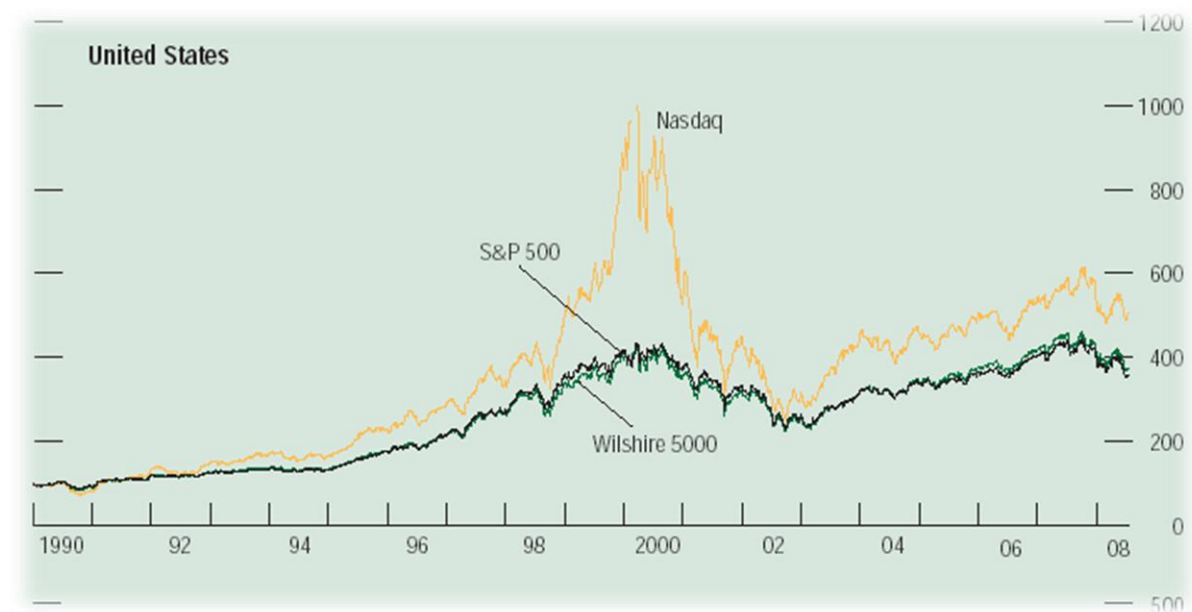
Figure 31 : Evolution des principaux taux directeurs

Ayant analysé les facteurs externes des fusions et acquisitions nous allons maintenant nous focaliser sur les facteurs internes : c'est l'objet de cette deuxième section.

4.3. Les conditions boursières favorisent le financement des fusions et acquisitions

Les fusions et acquisitions bancaires se sont accélérées en 1997 pour s'essouffler en 2001 et 2002, c'est à dire exactement durant l'euphorie boursière internationale. Depuis l'année 2000 qui marque la fin de l'euphorie boursière, les fusions et acquisitions bancaires diminuent. L'activité mondiale des fusions et acquisitions sur la période 2003-2007, semble aussi liée aux valorisations boursières. En faisant le parallèle entre le volume de transactions et l'évolution du S&P 500, du Nasdaq et du Wilshire 5000²⁷ aux États-Unis, du Dax, du FTSE Eurotop 300, les périodes d'euphorie boursière correspondent souvent avec des volumes de fusions et acquisitions élevés (Cf. figure 32a et 32b).

²⁷ Le Wilshire 5000 regroupe les 5000 premières capitalisations de la bourse américaine, c'est un indicateur plus large que le Dow Jones (30 premières valeurs industrielles), le Nasdaq (valeurs high tech) ou le S&P 500.

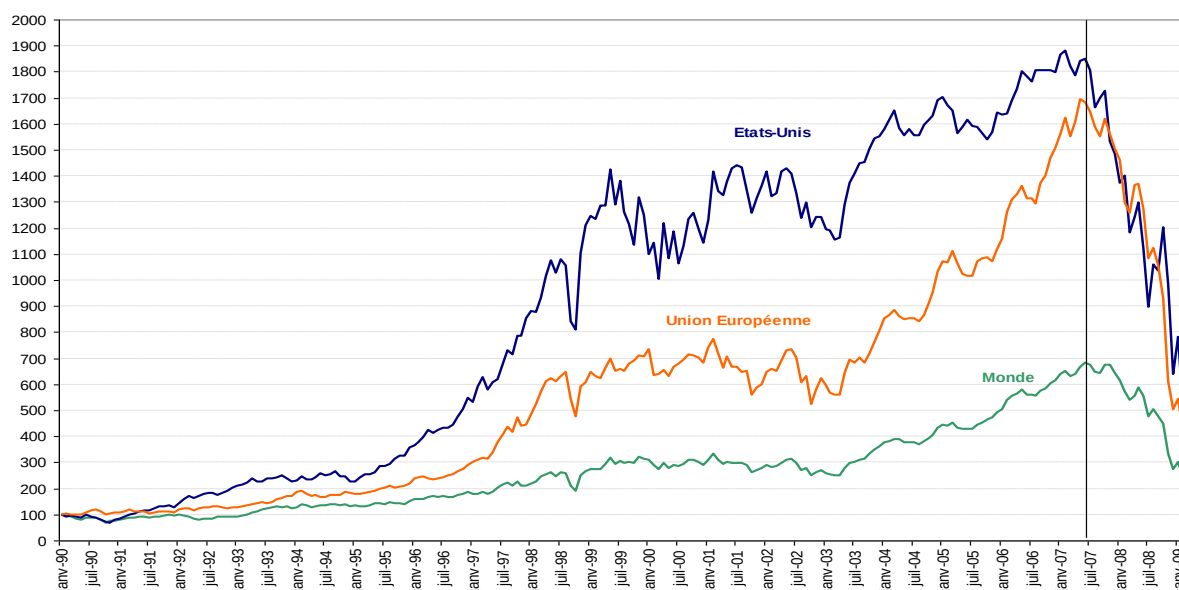


Source : IMF Annual Report, 2008

Figure 32- Evolution des principaux indices boursiers aux Etats-Unis et en Europe

On observe que les années durant lesquelles les principaux indices boursiers sont plus élevés, notamment les années 1999, 2000 et 2007, sont celles pendant lesquelles les opérations de fusions et acquisitions bancaires sont les plus importantes. Nous constatons à partir de 2003 une hausse régulière et progressive de la capitalisation boursière des banques européennes, américaines et même celle à l'échelle mondiale (*Cf. figure 32b*). Cette hausse de la

capitalisation boursière des banques amorcée en 2003 coïncide avec la reprise du mouvement des F&A à l'échelle mondiale.



Source : OFCE

Figure 32b : Évolution de la capitalisation boursière des banques américaines, européennes et, monde

Les fusions et acquisitions ont été favorisées non seulement par des facteurs externes mais aussi par des catalyseurs internes

Section 2. Les motivations internes

Les motivations internes des fusions et acquisitions se répartissent en deux grandes catégories. Il s'agit d'une part les motivations qui sont liées à la maximisation de la richesse des actionnaires et d'autre part, celles qui ont trait avec la maximisation de l'utilité des dirigeants.

1. Les fusions et acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires

Dans la littérature deux explications apparaissent pour justifier les fusions et acquisitions : une motivation en termes d'efficacité et une motivation d'ordre stratégique.

1.1. La recherche d'une meilleure efficacité

Les fusions et acquisitions ont pour objectif de créer de la valeur pour les actionnaires grâce aux effets de synergie. Le concept de synergies est associé à la théorie de l'efficacité. Les synergies mesurent la différence entre la valeur de l'entité résultant de la combinaison de deux banques et la somme de chacune d'entre elles prise isolément et indépendamment d'une de l'autre.

D'une manière formelle, soit S , la valeur de la synergie, V la valeur de la banque (valeur de l'actif économique). Supposons qu'une banque B_1 acquiert une banque B_2 . Soient V_{B_1} et V_{B_2} les valeurs de marché respective de B_1 et B_2 . La différence entre la valeur du nouvel ensemble $V_{B_1B_2}$ et la somme des valeurs des deux banques prises séparément est appelée « synergie » notée « S »

$$S = V_{B_1B_2} - (V_{B_1} + V_{B_2}) \quad (34)$$

$$V_{B_1B_2} - (V_{B_1} + V_{B_2}) - P - E = [V_{B_1B_2} - (V_{B_1} + V_{B_2})] - (P + E) \quad (35)$$

avec

P = prime payée pour l'acquisition de B_2

E = les dépenses du processus d'acquisition.

$$V_{B_1B_2} - (V_{B_1} + V_{B_2}) > (P + E) \quad (36)$$

L'effet de synergie décrit dans l'équation (36) permet de justifier la poursuite d'une opération

de fusions et acquisition. Dans le cas où le terme entre crochets n'est pas supérieur à la somme de $(P + E)$, la banque aura surpayé sa cible. La banque B_1 détermine la synergie avant d'entrer en négociation avec B_2 .

En résumant la formule $1+1=3$, les synergies correspondent à toute création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement de deux ou plusieurs banques et qui n'aurait pas pu être réalisé sans la mise en œuvre effective de ce regroupement.

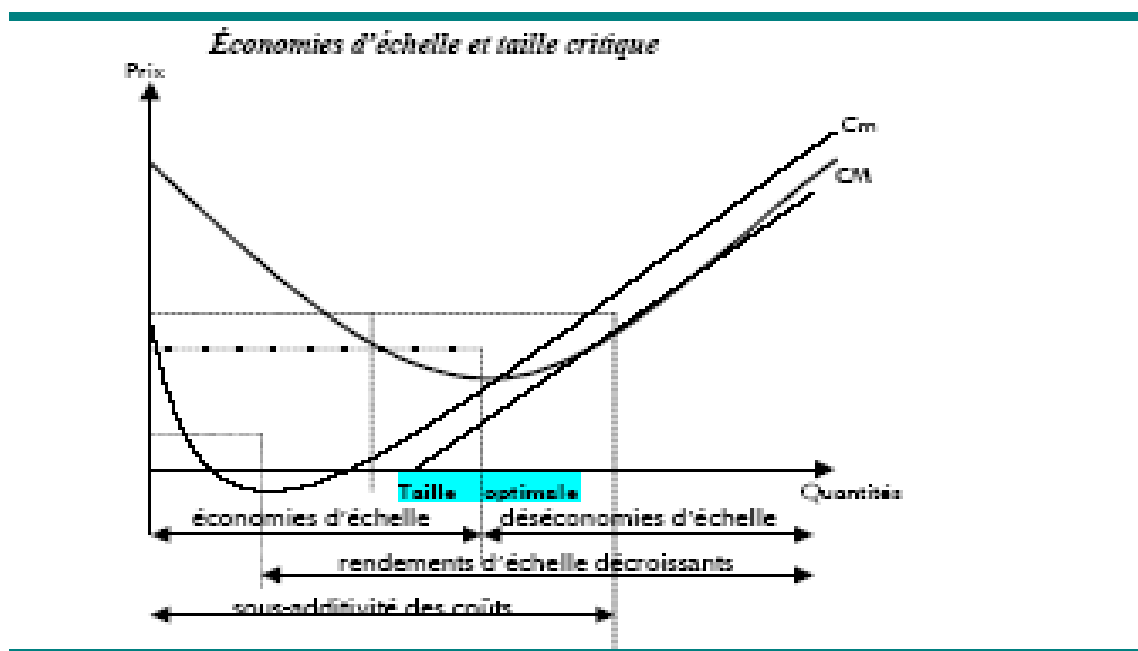
Les opérations de fusions et acquisitions peuvent créer des gains d'efficacité par la réduction de coûts (synergies de coûts), l'accroissement des revenus (synergies de revenus), l'échange des meilleures pratiques (efficacité-X) et/ou la diversification des risques.

1.1.1 LES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE

Par définition, dans une firme, lorsque la production augmente, il existe des gains d'efficacité telle que la quantité (Q) des biens produits croît plus que proportionnellement par rapport à la quantité des inputs : les rendements d'échelle sont croissants et on se trouve en présence d'économies d'échelle. Ainsi, pour une technologie donnée, il existe des opportunités d'économies d'échelle si la courbe des coûts unitaires est décroissante avec l'augmentation de sa capacité de production. Lorsque les coûts moyens de production baissent avec l'échelle de production, on parle d'économie d'échelle.

L'échelle de production, mesurée par le nombre d'unités produites et vendues correspond à la taille. Le concept de taille critique est étroitement lié à la notion d'économies. Au-delà de cette taille critique, les coûts unitaires augmentent à nouveau, pour retrouver un régime de rendements décroissants classique. Les coûts de production diminuent lorsque l'échelle de production augmente en raison de l'existence des coûts fixes indépendants des quantités produites et vendues. En revanche, lorsque la production Q augmente moins que proportionnellement que les facteurs, on se trouve en présence de déséconomies d'échelle.

Berger, Humphrey et Smith (1993) et Berger et Mester (1997) ont établi que la courbe des coûts moyens dans le secteur bancaire se présente sous la forme d'un U fortement écrasé (Cf. *figure. 34*).



Source : Berger et Mester (1997)

Figure 33 : Les économies d'échelle et taille critique

Dans le cas des banques, cette réduction des coûts fixes est réalisée dans les domaines de la comptabilité, la stratégie, le marketing ou la R&D. Les dirigeants peuvent améliorer le fonctionnement de la cible en dynamisant ses savoir-faire et en améliorant le développement de nouveaux produits. Les économies d'échelle peuvent être réalisées dans les domaines de la production et surtout au niveau des opérations de paiement, des titres, des opérations par cartes de paiement ainsi que le domaine de l'administration des crédits. Cela nécessite en même temps une standardisation des opérations. La réalisation des effets d'échelle peut aboutir à des réductions de coûts dans le domaine du personnel ainsi de l'informatique et des coûts d'administration.

Une autre source de synergies des coûts liés aux avantages de taille représentent les économies d'échelle verticale. Par la fusion des fournisseurs et des clients, le processus de production est assuré. Par l'intégration verticale, les coûts de coordination et d'administration peuvent être réduits. La vente des produits de la banque d'affaires peut par exemple être assurée par une banque de détail. Le tableau 9 montre les économies d'échelle espérées dans certaines fusions bancaires en Europe.

Tableau 8 : Les économies d'échelle attendues dans certaines fusions et acquisitions

Pays	Fusions-acquisitions	Économies d'échelle
France	BNP/Paribas (2000)	10 à 12%
Italie	Banca Intesa/Comit (2001)	5%
Espagne	BBV/Argentaria (1999)	20%
Royaume-Uni	RBS/ Natwest (2000)	30%
Scandinavie	NordenBanken/ Merita	10 à 15%
Suisse	UBS/SBS (1998)	20%

Source : Commission Bancaire, cité par Plihon (D), 2006

Les premières recherches, en particulier aux États-Unis, ont montré que les économies d'échelle sont obtenues dans les banques de petite taille plutôt que dans les grandes (Short, 1979; Miller et Noulas, 1996). Selon Clark (1988) et Hunter et Timme (1989), des économies d'échelle semblent exister dans les établissements bancaires qui ont des actifs inférieurs à 5 milliards de dollars, tandis que Hunter et Wall (1989) affirment que les coûts de production dans les institutions financières semblent être relativement constants pour les banques ayant 25 milliards de dollars d'actifs.

La plupart des études, à la fois aux États-Unis (Berger et Mester, 1997) et en Europe (Molyneux et al, 1996, Vander Venet, 2002) ont constaté des économies d'échelle sont inexploitées, même pour les banque de taille assez grande en raison du développement économique et la libéralisation du marché. Une étude récente menée par Pasiouras et Kosmidou (2005) ont trouvé une relation négative entre la taille et la performance des banques nationales et étrangères opérant dans l'UE au cours de la période de 1995 à 2001. Ces auteurs interprètent ce coefficient négatif dans leurs régressions comme une indication d'économies d'échelle et de gamme pour les petites banques ou bien de déséconomies pour les grandes institutions financières.

1.1.2. LES ÉCONOMIES DE GAMME

L'exploitation des économies de gamme est la deuxième raison la plus invoquée pour justifier les fusions et acquisitions dans le secteur financier (Amel et al. (2004)). Théoriquement les économies de gamme ou *economies of scope* peuvent s'obtenir si les coûts de production de deux ou plusieurs produits au sein d'une même entreprise s'avèrent inférieurs à la somme des coûts nécessaires pour produire les mêmes quantités dans deux ou plusieurs firmes séparément grâce à une meilleure utilisation des facteurs de production. Il existe deux sortes d'économies d'envergure : les économies d'envergure de production et les économies d'envergure de consommation. Les économies d'envergure de production sont d'autant plus fortes que les coûts fixes, susceptibles d'être partagés entre les produits, sont eux-mêmes importants. Les économies d'envergure de consommation résultent de la réduction des coûts de recherche d'informations et de contrôle dont bénéficie le client qui peut disposer de l'ensemble des services financiers en un seul point de vente.

Les fusions et acquisitions de deux entités présentes sur des marchés différents permet d'élargir la gamme de clientèle et de réaliser des économies de gamme. Ce type de rapprochement permet d'améliorer la diversification et la mise en commun des complémentarités entre les différentes entités fusionnées. Elle permet aux banques fusionnées d'étendre leur présence géographique et de réaliser des complémentarités entre métiers. Le but est donc de trouver de nouveaux relais de croissance, soit en acquérant un savoir-faire sur une activité spécifique soit en se développant sur un marché géographique en croissance.

Les dirigeants de la banque acquéreuse peuvent améliorer le fonctionnement de la banque acquise en dynamisant ses savoir-faire commerciaux et en améliorant le développement de nouveaux produits. Théoriquement le fait de produire des services bancaires dans plusieurs lieux distincts permet de créer des économies d'envergure. Dans le cas de deux services bancaires produits en quantités Q_1 et Q_2 , il y a économie d'envergure si le coût de production de deux biens en des lieux différents est supérieur au coût de production de ces deux biens dans un même lieu.

Formellement :

$$C(Q_1, 0) + C(0, Q_2) > C(Q_1, Q_2) \quad (38)$$

Dans le cas de deux services bancaires achetés en quantités Q_1 et Q_2 il y a économie d'envergure de consommation si le coût de consommation C de deux biens en des lieux différents est supérieur au coût de consommation de ces deux biens dans un même lieu.

Formellement :

$$C(Q_1, 0) + C(0, Q_2) > C(Q_1, Q_2) \quad (39)$$

Les opérations de fusions et acquisitions peuvent constituer une source non négligeable de synergies grâce à aux stratégies de «cross selling» visant à accroître le revenu par diversification. Le cross-selling est le fait de proposer un produit dans une autre gamme de produit mais qui a un lien avec le premier produit choisit par le client. Il s'agit d'exploiter les économies de gamme induites par l'élargissement de l'envergure des services offerts par la banque. Les économies de gamme peuvent concerner des opérations de F&A d'entités complémentaires dont le regroupement permet d'offrir à une base de clientèle élargie une gamme de services, grâce à des synergies entre métiers. Il y a des économies d'envergure potentielles suite à la fusion entre une banque de dépôts et une banque d'investissement : la première dispose de la base de clientèle et du réseau de succursales pour diffuser les titres ; la seconde dispose de la clientèle d'entreprises et le savoir-faire pour répondre à leurs besoins financiers en émettant des titres négociables.

1.1.3. L'EFFICIENCE-X

Le concept d'efficience-X, introduit par Liebenstein (1966), est basé sur l'idée que les organisations n'exploitent pas leurs ressources de façon optimale. L'efficience-X mesure la qualité de gestion des institutions financières en termes de coûts et de profits par comparaison à celles qui sont considérées comme les meilleures. Les opérations de F&A permettent aux banques de bénéficier des gains d'efficience grâce à des réductions de coûts (synergies de coûts), d'une augmentation des revenus (synergies de revenus) et l'échange des meilleures pratiques et par une diversification des risques. L'efficience est définie comme le niveau auquel se situent les coûts d'une banque comparativement à une banque de taille similaire appliquant les mêmes pratiques, compte tenu de la nature de ses activités et des prix des intrants auxquels elle doit faire face. L'efficience-X mesure donc la qualité des banques en matière de coûts et de profits par comparaison à celle des meilleures banques.

Les F&A permettent également des gains d'efficience-X par la réorganisation plus efficace des méthodes de travail et des compétences. Dans le secteur financier, les synergies sont au mieux réalisables dans le domaine du développement des produits, par exemple le transfert de savoir-faire. En revanche, les vrais effets d'échelle sont difficiles à réaliser : des marchés sont principalement traités au niveau local et les coûts de marketing et de distribution dans le secteur des services financiers dépendent de la clientèle locale. Les opérations de fusions et acquisitions sont motivées par la réalisation de synergies de revenu ou de coût. Dans ce sens, le transfert de compétences se définit comme un accroissement du savoir-faire spécifique au nouvel établissement grâce à un partage d'expérience. Il permet aussi d'obtenir des synergies soit en généralisant les bonnes pratiques (efficience-X).

1.1.4. LA DIVERSIFICATION DES RISQUES

Une autre raison souvent avancée pour justifier les fusions et acquisitions est la diversification des risques. L'argument principal est que l'intégration des deux entreprises peut diminuer le risque et réduire la probabilité de défaillance d'une banque, si les flux de trésorerie des firmes ne sont pas parfaitement corrélés. Les deux formes les plus courantes de la diversification sont la diversification géographique et la diversification des produits. Le premier offre une réduction du risque, parce que les rendements sur les prêts et autres instruments financiers émis dans des endroits différents peuvent avoir de corrélation relativement faible ou négative. De la même manière, celui-ci peut réduire le risque parce que les rendements à travers différents secteurs des services financiers peuvent avoir de corrélation relativement faible ou négative. Les travaux de Berger et al. (2000) ont montré que les corrélations de bénéfices des banques intervenant dans des pays différents sont souvent très faibles ou négatives, soutenant ainsi la possibilité de diversification des rendements grâce à la consolidation transfrontalière des organisations bancaires. En outre, Neely et Wheelock (1997) ont constaté que les gains des banques américaines sont fortement influencés par la croissance économique des Etats où les banques sont localisées.

Toutefois, Winton (1999) soutient que la diversification ne peut pas toujours réduire le risque de faillite de la banque, la diversification peut conduire les banques dans de nouveaux secteurs dans lesquels ils pourraient avoir moins d'expertise.

L'efficience peut être accrue par une plus grande diversification des risques. Si l'on se réfère à la théorie des portefeuilles, condition bien sûr que les entités fusionnées présentent des

complémentarités d'activité. D'un point de vue théorique, la diversification permet une augmentation du pouvoir de marché, une amélioration de l'efficacité, et la réduction des problèmes d'agence. Une tendance plus récente de la littérature a analysé le problème de la diversification dans le cas des entreprises appliquant les outils de la théorie de l'agence à l'analyse du fonctionnement des entreprises "les marchés de internes des capitaux (Houston et al. 1997). L'idée centrale est que les flux de trésorerie internes sont moins coûteux que les capitaux extérieurs. Mieux informés que les actionnaires, les dirigeants peuvent donc augmenter la valeur de l'entreprise en sélectionnant les projets les plus rémunérateurs, au lieu de payer des dividendes (Stein, 1997; Cremers et al, 2010.)

La plupart des problèmes proviennent des conflits d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires. S'appuyant sur les travaux de Jensen et Meckling (1976), cette littérature a souligné que la diversification peut avoir un impact négatif sur la valeur de l'entreprise si la volonté des dirigeants est l'augmentation de leur rémunération (Jensen et Murphy, 1990) et de rendre leur capital humain indispensable à l'entreprise (Shleifer et Vishny, 1990); et baser leur rémunération sur les résultats en réduisant la volatilité des flux de trésorerie de l'entreprise (Amihud et Lev, 1981).

La diversification peut aussi avoir un impact négatif sur la valeur d'une entreprise en réduisant son efficacité, du fait de coûts supplémentaires de contrôle (coûts administratifs et l'allocation des ressources inefficace dans les différentes activités. De toute évidence, tous ces problèmes sont d'autant plus pertinents dans le cas des banques, dont les activités sont généralement opaques et difficiles à surveiller par des actionnaires (Morgan, 2002).

Depuis, la littérature théorique a fourni un grand nombre d'explications des raisons pour lesquelles la diversification peut augmenter ou diminuer la valeur d'une entreprise. Un premier groupe d'études montre que la diversification des détruit de la valeur, la réduction du Q de Tobin (Berger et Ofek, 1995; Rajan et al, 2000), la productivité (Maksimovic et Phillips, 2001), et des cours boursiers autour des annonces de M & A (Bradley et al. 1988). Ce n'est que récemment, quelques travaux ont étudié le lien entre la diversification et la valeur. Laeven et Levine (2007) trouvent que les conglomérats financiers engagés dans des activités diversifiées ont un Q de Tobin plus élevé que les institutions moins diversifiée.

Toutefois l'effet positif de la diversification géographique n'est pas toujours vérifié par des

études empiriques. Il serait important de prendre en compte le cas de fusions-acquisitions transfrontalières, les difficultés de contrôle et de gestion à distance du réseau complexe d'une grande organisation. De même les synergies de revenus (complémentarité et diversification des activités) sont plus difficiles à obtenir que les synergies de coûts, car elles ne dépendent pas uniquement des décisions des dirigeants mais aussi du comportement des clients. En effet, les études montrent que 5 à 10% des clients quittent leurs banques après une opération de fusions-acquisitions (Burger, 2001).

Dans le cas des banques, la littérature empirique a étudié les avantages et les inconvénients de la banque commerciale par rapport à la banque universelle. En effet, dans la plupart des cas, l'objectif était plus de comprendre les effets de la diversification des activités bancaires sur la prise de risque ou des activités de prêt. Les études des réactions des marchés boursiers lors des annonces de F&A donneront des résultats plus mitigés. DeLong (2001 et 2003) et Cornett et al. (2003) constatent une réduction du risque pour les États-Unis, tandis que Cybo-Ottone et Murgia (2000) constatent que les rendements anormaux de la cible et l'acquéreur sont positifs.

1.2. Le pouvoir de marché

Le concept de pouvoir de marché est au centre des théories qui expliquent les motivations des fusions et acquisitions. Dans cette perspective, les banques réaliseraient des opérations de fusions et acquisitions pour renforcer ou accroître leur pouvoir de marché. Gaughan (1996) soutient qu'il ya trois sources de pouvoir de marché: la différenciation du produit, les barrières à l'entrée et la part de marché. Les marchés bancaires dans l'UE peuvent être caractérisés comme un système d'oligopoles nationaux (Vander Venet, 1996). Par conséquent, il existe un potentiel de pouvoir de marché accru, définie comme la capacité de l'entreprise à établir et à maintenir des prix supérieurs aux niveaux concurrentiels, et les gains associés sont susceptibles de se produire en raison de la puissance combinée de deux entreprises du même secteur. Néanmoins, Gaughan (1996) soutient que l'augmentation de part de marché sans différenciation des produits ou barrières à l'entrée pourrait empêcher une entreprise d'augmenter le prix supérieur au coût marginal, car cela ne peut attirer de nouveaux concurrents qui tireront les prix en deçà du coût marginal

L'idée que la structure d'un marché peut influencer les performances des firmes qui le

constituent provient des travaux issus de l'économie industrielle. Depuis les années 70, les enseignements de l'économie industrielle ont été utilisés pour étudier le marché bancaire selon le paradigme Structures-Comportements-Performances afin de mettre en évidence un lien entre concentration et profit. En théorie sans une situation de faible concurrence chaque banque aura tendance à utiliser son pouvoir de marché pour accroître le taux d'intérêt sur les prêts et réduire ceux rémunérant les dépôts. Ainsi plus un système bancaire est concentré plus il est capable de générer des profits élevés.

Le pouvoir de marché se définit comme la capacité à fixer les prix sur un marché. Il peut résulter en particulier, d'une position dominante, voire d'un monopole en termes de parts de marchés. Le pouvoir de marché est donc la capacité de fixer les prix au dessus du coût marginal de production sans diminuer leur profit. Un gain en termes de pouvoir de marché peut s'obtenir par des opérations de fusions et acquisitions entre des établissements de crédit concurrents sur un même marché local. Ainsi la création de valeur par l'accroissement d'un pouvoir de marché semble davantage expliquer les opérations de fusions et acquisitions au niveau national.

Dans la littérature économique Hannan (1991) et Berger et Hannan (1997) confirment que les prix sont positivement corrélés aux parts de marché locales (national, régional ou américain). Cependant, selon les études de Hannan (1997) et Radecki (1998) la corrélation entre le niveau de concentration et pouvoir de marché devrait être relativisée. En effet, la réduction du pouvoir de marché serait attribuée au décloisonnement croissant des marchés qui aurait encouragé l'entrée de nouveaux concurrents. En outre, l'apparition de la banque en ligne (e-banking) a rendu moins pertinente la notion du marché domestique. Ainsi, la création de valeur par l'accroissement d'un pouvoir de marché semblerait davantage expliquer les opérations au niveau local et au sein d'un même secteur d'activité (surtout la banque de détail).

Une banque qui a une position dominante, peut influencer les prix sur le marché, soit à la baisse pour évincer des concurrents, soit à la hausse en l'absence de concurrence effective. Par ailleurs, la taille de la banque permet une réduction des coûts de refinancement grâce à trois effets au moins :

- Un effet de réputation dû à une impression de solidité du nouvel ensemble constitué ;
- Un effet de taille, la banque devient un objet de placement incontournable des marchés de

capitaux ;

- Un effet de diversification des sources de financement, la taille de la banque lui permet de bénéficier des meilleures conditions par un arbitrage permanent entre les différents segments de marché et/ou zones d'exploitation.

Un pouvoir de marché accru traduit souvent une production moindre coût et parfois une perte de bien-être social. La difficulté inhérente à cette notion est sa mesure concrète. Généralement, on la mesure avec l'indice de Lerner égal à la différence entre prix et coût marginal rapporté au prix. Or, en pratique il est difficile de connaître les coûts des entreprises. Une alternative consiste à calculer l'élasticité-prix de la demande adressée au marché et celle qui est déjà perçue par une entreprise après les éventuels changements des prix de ses concurrentes.

Considérons une industrie de n entreprises vendant des biens différenciés. Le coût marginal c_i de production de bien i est supposé constant. La quantité produite par une entreprise est $q_i(p_1, p_2, \dots, p_n)$ où $(p_1, p_2, \dots, p_n)$ est le n -uplet des prix pratiqués. L'élasticité de la demande du bien i est donnée par :

$$\varepsilon_i = -\frac{\delta q_i p_i}{\delta p_i q_i} \quad (39)$$

On définit alors l'élasticité-prix croisée qui mesure le changement proportionnel de la demande d'un bien, consécutif au changement du prix d'un bien concurrent :

$$\varepsilon_{ij} = -\frac{\delta q_i p_j}{\delta p_i q_i} \quad (40)$$

La maximisation des profits des entreprises aboutit à l'optimum de la relation suivante :

$$\frac{p_i - c_i}{p_i} = \frac{1}{\varepsilon_i + \sum_{j \neq i} \varepsilon_{ij}} = \frac{1}{\varepsilon_i} \quad (41)$$

On le voit le calcul de l'indice de Lerner nécessite beaucoup d'informations que les autorités de la concurrence ne peuvent toujours acquérir faute de données sur lesquelles appuyer leurs évaluations. En fait, d'autres indices de concentration sont utilisés pour mesurer le pouvoir

de marché des entreprises. Le plus connu est l'indice Herfindahl-Hirschman (HHI), qui est égal à la somme des carrés des parts de marché des entreprises de l'industrie, exprimée en pourcentage.

1.3. La réduction d'impôt

L'impôt net payé par une banque excédentaire serait optimisé si ses dirigeants rachètent la banque déficitaire. Une autre situation pour réaliser une économie d'impôt pour les entités fusionnées réside dans le fait qu'elles peuvent emprunter plus de fonds que la somme des emprunts des deux entités avant l'opération de fusions-acquisition. Les entités fusionnées sont perçues comme moins risquées que quand elles sont prises séparément. Les F&A permettraient d'accroître la capacité d'endettement grâce aux baisses d'impôts. Les synergies financières sont basées sur les gains générés par la modification de la structure financière de la banque acquéreuse. En effet, il existe un optimum à atteindre en matière de structure du capital et cet optimum suppose un arbitrage entre l'augmentation des économies d'impôts sur les frais financiers suite à un endettement élevé, et l'augmentation du risque de faillite correspondant. Toute fois, comment les actionnaires peuvent ils s'assurer que les dirigeants gèrent la banque au mieux de leurs intérêts et qu'ils n'en profitent pas plutôt pour leur propre compte ?

2. Les fusions et acquisitions peuvent détruire de la valeur

Dans la théorie classique, les dirigeants de la banque sont tenus d'œuvrer dans l'intérêt des actionnaires (Berles et Meane, 1932). Il peut cependant exister des conflits entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants. L'existence de ces conflits et leur résolution a donné lieu à une importante littérature autour de la théorie de l'agence. Le dirigeant est en effet l'« agent » de l'actionnaire qui est le « principal ». La régulation de la relation d'agence engendre des coûts, que l'on qualifie de coûts d'agence, qui diminuent la valeur de la banque.

2.1. La maximisation de l'utilité des dirigeants

Les opérations de fusions et acquisitions sont initiées par les dirigeants. Cependant, la séparation entre la fonction de propriété et le management entraîne des problèmes d'agence (Jensen et Meckling, 1976). L'existence de conflits vient du fait que les dirigeants peuvent détourner à leur profit des informations privées concernant la situation financière de la

banque. En outre d'après Vander Vannet (1996) le dirigeant d'une banque peut s'engager dans une opération de fusion-acquisition sans que celle-ci soit créatrice de valeur actionnariale car une banque de grande taille procure au dirigeant un prestige et un pouvoir (Jensen, 1993).

Lorsque les actionnaires souhaitent contrôler les activités des dirigeants, ils doivent engager des coûts²⁸. De ce point de vue, les actionnaires sont confrontés à deux types d'incertitude :

- la « sélection adverse » : l'actionnaire ignore certaines informations relatives à ses propres intérêts, dès le moment où il les confie aux dirigeants
- l'« aléa moral » : il naît de l'incertitude de la qualité des signaux émis par le dirigeant, qui peut chercher à défendre ses propres intérêts, en induisant en erreur les actionnaires.

Toutefois, les fusions et acquisitions peuvent aussi être un moyen de résolution des conflits d'agence en donnant la possibilité aux actionnaires de la banque de remplacer leurs dirigeants s'ils sont inefficaces.

2.2. L'hypothèse d'orgueil (Hurbis hypothesis)

Parmi les hypothèses avancées dans la littérature pour comprendre les motivations qui conduisent les dirigeants dans des opérations de fusions et acquisitions, Roll (1986) suggère l'hypothèse d'orgueil (Hurbis hypothesis). En effet, les dirigeants des banques acquéreuses, peuvent penser que leur évaluation personnelle est meilleure que celle du marché et préfèrent proposer un prix trop élevé par rapport à la valeur réelle de la cible car ils réalisent très peu d'opérations de cette envergure durant leur carrière.

L'orgueil des dirigeants peut déboucher sur une situation de « Winner curse » c'est-à-dire la malédiction du gagnant. *“The hurbis hypothesis is advanced as an explanation of corporate takeovers. Hurbis on the part of individual decision makers in bidding firms can explain why bids are made even when a valuation above the current market price represents a positive valuation error. Bidding firms infected by hurbis simply pay too much for their targets” (R. Roll, 1986).*

Le vainqueur propose un prix trop élevé et finit par réaliser une perte due aux coûts de l'offre.

²⁸ Coûts de surveillance, les coûts de dédouanement qui visent à protéger les intérêts des actionnaires contre les décisions du dirigeant et enfin les coûts résiduels qui sont des coûts d'opportunité.

Le prix offert peut signifier un transfert de richesse vers la cible. Il existe une relation croissante entre le gain de la cible et les pertes de l'acquéreur.

2.3. La recherche de statut et le désir d'empire

En rachetant d'autres firmes, les dirigeants peuvent poursuivre des objectifs statutaires liés à la taille. Ainsi, ces derniers chercheraient en recourant aux opérations de fusions et acquisitions à obtenir une rémunération supérieure car les politiques de rémunération sont en effet en grande partie fondées sur la taille de la banque à gérer. Par ailleurs, les dirigeants chercheraient également via les opérations de fusions et acquisitions à accéder à un rang supérieur, ainsi pour Kets de Vries (2002), l'enjeu narcissique du pouvoir serait un élément moteur des décisions des fusions et acquisitions.

Les fusions et acquisitions seraient également motivées par le désir des dirigeants d'augmenter « la taille de leur royaume »²⁹. Ils cherchaient ainsi à disposer d'une puissance d'action toujours croissante et, au-delà, à bénéficier d'une position supérieure dans la hiérarchie sociale des dirigeants (Théorie l'empire building³⁰).

Par ailleurs, les dirigeants peuvent faire des acquisitions dans le seul but de s'enraciner dans l'entreprise. Ces derniers ont avantage à investir dans des actifs qui rendent leurs compétences spécifiques indispensables pour l'entreprise. Ils sont alors moins susceptibles d'être remplacés et obtiennent une meilleure rémunération

2.4. La théorie de l'enracinement

La théorie de l'enracinement³¹ du dirigeant étudie les comportements par lesquels les dirigeants, les dirigeants mettent en échec les mécanismes de contrôle. Dans la banque, on observe des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Ces derniers sont intéressés par la maximisation de la valeur de leurs actions alors que les dirigeants, qui retirent pour l'essentiel de leur revenu, prestige et bien-être, de leur position au sein de la banque, cherchent à maximiser leur richesse au détriment des actionnaires. Les dirigeants réaliseraient des opérations de fusions et acquisitions pour réduire leur soumission au contrôle

²⁹ « Fusions entre égaux, égo en fusion, *Les Echos*, décembre 2003

³⁰ Reid S., *Mergers, Managers and the economy*, Mc Graw-Hill (1968)

³¹ Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Value Maximization and the Acquisitions Process », *Journal of Economic Perspectives*, Winter, p.7-20

des actionnaires et rechercheraient à se protéger contre le risque d'être remplacés³². Cela est possible du fait de la complexification de la nouvelle entité et la protection contre une acquisition hostile.

Avec la complexification née du regroupement, l'opération de fusion et acquisition permet de faire apparaître le dirigeant comme le plus apte à gérer le nouveau groupe ainsi constitué. En réalisant une opération de fusions et acquisitions, le dirigeant augmente le niveau d'incertitude des actionnaires et accroît considérablement son pouvoir, réduisant le risque d'être révoqué. L'opération de fusion et acquisition peut également rendre difficile un raid hostile, car le rachat d'une cible de plus grande taille représente une opération plus complexe, nécessitant de mobiliser davantage de capitaux de la part de la banque acquéreuse. L'opération de fusion et acquisition permettrait ainsi de préserver le pouvoir du dirigeant vis-à-vis des actionnaires et cela indépendamment de sa performance et de sa valeur ajoutée réelle. En résumé, ces théories nous donnent une vision globale de l'impact des décisions des fusions et acquisitions schématisé dans le tableau n° 10.

Tableau 9 : Prévision théorique de l'impact des fusions et acquisitions

Théories	Impact sur la cible	Impact sur l'acquéreur	Impact sur l'entité combinée
Synergies/ efficience	++	+/=	+
Théorie de l'agence	+	--	-
Hurbis	+	-	=

Source : Weston et al. 2003

³² Coutinet N. et Sagot-Duvauroux D.,

Conclusion

Les fusions et acquisitions résultent de la combinaison de facteurs externes (dérégulation, libéralisation des marchés, globalisation) et des facteurs internes (recherche de synergies). Au niveau des motivations internes, l'analyse économique apporte traditionnellement deux justifications aux fusions et acquisitions bancaires. Celles-ci permettent, en théorie, de créer de la valeur actionnariale par l'obtention d'un gain en termes d'efficacité ou par l'obtention d'un gain en termes de pouvoir de marché.

D'autres hypothèses, comme celle de la maximisation de l'utilité des dirigeants, suppose que les acquéreurs adoptent un comportement qui détruit la valeur.

Chapitre III.

LES SPÉCIFICITÉS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES

Introduction

Depuis l'acquisition de Abbey par Santander nous assistons à une poussée des opérations transfrontalières non seulement en Europe mais aussi à destination du reste du monde notamment aux États-Unis. Durant l'année 2006, le mouvement des fusions et acquisitions transfrontalières s'est accéléré avec l'acquisition de la banque Antonveneta par le Néerlandais ABN Amro, puis l'acquisition de Banca Nazionale del Lavoro BNP Paribas. Par ailleurs, il y a ensuite l'acquisition de la banque Emporiki (Grèce) par le Crédit Agricole (France), signalons ensuite l'acquisition de HVB (Allemagne) par la banque italienne Unicredit. En outre les banques se sont aussi orientées vers les pays d'Europe de l'Est et en Amérique Latine dans les métiers de la banque de détail (Santander au Brésil, Société Générale dans les pays de l'Europe de l'Est.

Même si les fusions et acquisitions bancaires transfrontalières restent peu nombreuses contrairement à celles constatées dans les autres secteurs de l'économie, plusieurs cadres conceptuels favorisent pourtant la compréhension de leur existence. Dans ce qui suit nous allons déterminer les justifications théoriques de l'internationalisation et analyser les logiques stratégiques sous-jacentes à ces fusions et acquisitions transfrontalières des banques (section 1) avant d'étudier les freins associés aux opérations de fusions et acquisitions transfrontalières (section3).

Section 1. Les justifications théoriques de l'internationalisation des banques et les logiques sous-jacentes

Le secteur bancaire européen a connu des changements considérables durant les années 1990. L'intégration financière et les directives bancaires européennes ont engendré une vague de fusions et acquisitions bancaires domestiques. La montée des fusions et acquisitions transfrontalières depuis 2004 en Europe est la conséquence directe d'une concentration très poussée des marchés domestiques et l'harmonisation du cadre réglementaire européen. Dans ce qui suit nous allons analyser les justifications théoriques à l'internationalisation des banques et étudier leurs logiques sous-jacentes.

1. Les justifications théoriques de l'internationalisation des banques

Les justifications théoriques de l'internationalisation bancaire touchent à la fois à l'avantage comparatif par ailleurs les théories liées aux potentialités de croissance et de profit dans le pays d'accueil

1.1. Les théories du commerce international

Durant les dernières décennies, diverses études ont été menées pour expliquer les logiques de l'internationalisation des banques. L'hypothèse classique (Aliber, 1984) est que les banques suivent leurs clients à l'étranger, afin d'éviter de les perdre. L'expansion transfrontalière des banques leur permet aussi de conserver l'information qu'elles détiennent concernant leurs clients. Les hypothèses « de suivie de leurs clients » relatives à l'internationalisation des banques ont été empiriquement testées dans les travaux de Nigh et al. (1986). Ces derniers montrent que l'internationalisation des banques américaines avaient pour objectif de répondre aux besoins financiers des entreprises américaines à l'étranger.

Goldberg et Saunders (1980) ont analysé les facteurs qui déterminent l'expansion des banques américaines en Grande-Bretagne, et ils trouvent que le montant des échanges bilatéraux sont nettement plus favorables au développement des banques américaines au Royaume-Uni, tandis que le taux d'intérêt des eurodollars et le taux de change ne sont pas des facteurs significatifs. Dans une étude ultérieure Goldberg et Saunders (1981) examinent l'entrée des banques étrangères aux Etats-Unis. Leurs résultats montrent que les investissements directs effectués par des entreprises étrangères sur le marché américain ont été un facteur déterminant de la

hausse de la part de marché des banques étrangères aux États-Unis.

La recherche de nouvelles opportunités de profit des banques a été analysée par la théorie éclectique (Dunning, 1977) qui a été étendue par Gray (1981) pour expliquer l'internationalisation des banques. Les facteurs de localisation spécifiques sont la taille, la concurrence sur le marché étranger, la présence de restriction d'entrée et les réglementations.

Cependant, pour Goldberg et Grosse (1994) la taille du marché des étrangers n'est pas un facteur déterminant dans l'internationalisation des banques. Cependant, Goldberg et Johnson (1990) trouvent que la concurrence et la rentabilité peuvent expliquer l'expansion des banques. Les facteurs spécifiques comme la réputation des banques, la technologie bancaire, le faible coût du capital, la compétence du personnel jouent un rôle important dans l'internationalisation des banques (Nigh 1986; Tschoegl 1987).

Ball et Tschoegl (1982) ont montré que les banques de grande taille sont beaucoup plus présentes à l'international que leur homologue de petite taille. En outre, Berger et al. (1995) soutiennent que les grandes banques ont généralement des clients diversifiés au niveau international, et par conséquent, ces banques sont davantage incitées à suivre leurs clients quand ils opèrent à l'étranger.

Bien que, l'existence des opportunités de profit sur les marchés étrangers semble être un facteur évident dans le choix d'internationalisation des banques, les études empiriques donnent des résultats très contrastés.

Pour Focarelli Pozzolo banque (2001) l'internationalisation des banques dépend du degré d'intégration économique entre les pays. Claessens et al. (2000) trouvent que les banques étrangères sont attirées par les marchés avec de faibles taux d'imposition et un revenu par habitant élevé.

Par ailleurs, les restrictions réglementaires peuvent affecter le choix de l'internationalisation des banques. Miller et Parkhe (1998) ont montré que les banques américaines préfèrent s'étendre dans les pays où les exigences en capital sont moins strictes et les impôts moins élevés. Goldberg et Johnson (1990) ont montré que les restrictions à l'entrée des investisseurs étrangers réduisent considérablement le degré d'internationalisation du marché bancaire.

Tableau 10 : Synthèse de la littérature portant sur l'internationalisation des banques

Auteurs	Date de parution	Pays, périodes, banques examinées	Explications sur les motivations et freins
Goldberg et Saunders	1980	Banques US aux RU	Commerce international
Gray Gray	1981	Banques multinationales	Avantages comparatifs liés aux imperfections du marché
Nigh, Chao et Krishman	1986	Banques US vers 30 pays	IDE
Goldberg Johnson	1990	Banques US vers 22 pays	IDE Commerce international Environnement moins réglementé
Brealy et Kaplanis	1996	1000 premières banques à l'échelle mondiale, de 1960 à 1985	Commerce international IDE Conditions dans les pays d'origine
Yamori	1998	Banques japonaises vers 22 pays de 1965 à 1994	Commerce international Opportunités offertes par le pays d'accueil
Fàccarelli et Pozzollo	2000	260 banques des pays de l'OCDE	Profits potentiels dans le pays d'accueil
Berger, De Young, Genay et Udell	2000	Banques des pays développés	Environnement réglementé Motivations managériales
Focarelli et Pozzolo	2001	2500 banques des 29 pays de l'OCDE de 1990 à 1999	Asymétries d'information Restrictions réglementaires Difficulté d'évaluation de la valeur dans les transactions internationales Taille de la banque
Buch	2001	Banques allemandes de 1978 à 2000	Environnement réglementaire Coûts d'information
Buch	2003	Banques des principaux pays de l'Union européenne	Coût d'information et réglementation Distance géographique Proximité culturelle Systèmes juridiques similaires
Boot	2003	Banques des pays de l'OCDE	Position forte sur le marché domestique Nécessité d'être présentes à l'étranger sur certains métiers, pour ne pas disparaître de ces métiers sur leur marché domestique
De Felice et Revoltella	2003	Banques européennes de 1995 à 2000	Degré élevé de concentration nationale, concurrence et étroitesse du marché domestique. Existence de stratégie de 'suivre le client » au début de la période étudiée alors que l'étroitesse du cadre national et le potentiel de croissance d'autres marchés européens deviennent plus déterminants en 2000
Buch et Delong	2004	Banques de 144 pays en distinguant pays développés et en voie de développement, de 1985 à 2001	Coût d'information Réglementation Différences significatives entre pays développés et en développement

Source : d'après Jeffers al. (2005)

1.2. Les potentialités de croissance et de profit dans le pays de l'acquéreur ou de la cible

Les fusions et acquisitions transfrontalières peuvent être influencées par la conjoncture économique globale du pays dans lequel les banques opèrent. Les travaux de Rossi et Volpin (2004) montrent que l'existence d'une relation positive et significative entre le PNB par habitant et le volume acquisitions. Dans une dernière étude (Buch et DeLong, 2004) indiquent que le PIB a un impact positif et significatif sur le nombre de fusions bancaires transfrontalières à la fois dans le pays de l'acquéreur et celui de la cible. Par ailleurs les banques peuvent être impliquées dans les fusions et acquisitions durant les périodes de prospérité pour augmenter leur niveau de capitalisation boursière et leurs profits, par ailleurs ces banques pourraient profiter des périodes de récessions pour se restructurer.

La taille du secteur bancaire peut avoir un impact sur les marges d'intérêts des banques et des bénéfices (Demirguc-Kunt et Huizinga, 1999, 2000; Pasiouras et Kosmidou, 2006), leurs possibilités de réaliser des économies d'échelle (Buch et DeLong, 2004) et par conséquent, leurs décisions de fusions et acquisitions.

En outre, le régime d'assurance-dépôts d'un pays peut aussi avoir un impact sur les comportements des banques et donc sur leurs décisions d'investissement et par conséquent sur les fusions et acquisitions. L'assurance-dépôts peut encourager des comportements de prises de risque excessives (Merton, 1977; Bhattacharya et Thakor, 1993; Bhattacharya et al, 1998; Demirguc-Kunt et Kane, 2002). L'existence d'un de l'assurance-dépôts peut également avoir un effet sur la stabilité des systèmes bancaires dans son ensemble (Demirguc-Kunt et Detragiache, 2002;. Barth et al, 2004).

Buch et Delong (2004) dans leur étude des fusions bancaires transfrontalières trouvent que l'assurance-dépôts dans le pays de l'acquéreur a tendance à accroître le nombre de fusions des banques transfrontalières.

Par ailleurs le pouvoir disciplinaire des autorités de surveillance peut aussi avoir un impact indirect sur les fusions et acquisitions, par son influence sur la performance des banques. Bien que les résultats de Barth et al. (2004) indiquent qu'il n'y a pas une forte relation entre la performance d'une banque et de pouvoir de supervision.

Selon Goldberg et Saunders (1980) l'internationalisation des banques peut être déterminée par des facteurs économiques et réglementaires. La Porta et al. (1997, 1998) soulignent que les différences dans l'environnement juridique et leur application peuvent influencer sur la structure financière. Les travaux de Claessens et Van Horiën (2007) soutiennent que les avantages en termes d'institutions peuvent favoriser l'expansion transfrontalière des banques. Les banques ont tendance à s'établir dans des pays avec des institutions analogues à celles de leur pays d'origine.

2. Les logiques stratégiques des fusions et acquisitions bancaires transfrontalières

Les fusions et acquisitions transfrontalières répondent à des logiques la diversification géographique des risques (1), et de la recherche du « Too Big to Fail » (2).

2.1. La diversification géographique des risques

La théorie du portefeuille étudiée par Markowitz (1952, 1959), Sharpe (1964) et Linthner (1965) estime que l'investisseur a une aversion au risque et atteste que la diversification permet de réduire les risques. La diversification internationale élimine les risques systématiques provenant des placements limités au marché domestique (Solnik, 1998 et 2003). La diversification internationale permet alors aux banques de répartir les risques entre les risques spécifiques des différents pays ainsi d'en éliminer une partie.

La diversification entre plusieurs actifs permet de diminuer risque grâce à l'existence d'une corrélation entre les rentabilités des actifs. Ces corrélations peuvent être positives, négatives ou nulle. Pour un niveau de risque similaire, le rendement d'un portefeuille diversifié est supérieur à celui d'un portefeuille non diversifié. D'où l'intérêt pour les banques d'identifier des cibles dont les actifs ne sont pas corrélés entre eux.

Par ailleurs, les fusions et acquisitions transfrontalières peuvent favoriser la réduction de l'exposition des banques aux conditions économiques locales notamment le risque de taux d'intérêt et le risque de crédit. La diversification, et les avantages qui y sont liés, constituent dès lors un argument de premier ordre pour les banques qui souhaitent s'impliquer dans une fusion et acquisitions transfrontalières. En théorie la diversification sert aussi à contourner les barrières à l'entrée sur un marché, favorise la concurrence et contribue à la baisse des prix.

Cependant, Demsetz et Strahan, (1997) montrent que la recherche d'une accrue de rentabilité favorise des prises de risques plus élevées qui réduisent à néant les éventuels gains de diversification. Les études d'Amihud, DeLong, et Saunders (2003) attestent que les fusions et acquisitions transfrontalières ne réduisent pas le risque lorsque les banques adoptent une stratégie de diversification géographique.

2.2. Le too big to fail

La théorie du Too Big to Fail mentionne que les autorités prudentielles ont un intérêt tout particulier à préserver les grandes institutions bancaires en proie d'une faillite, en raison de leur importance pour l'économie et la bonne santé du système financier. Selon cet argument, les autorités souhaitent à tout prix éviter les conséquences désastreuses engendrées par la faillite des institutions financières. La faillite d'une très grande banque engendre presque systématiquement une crise de l'ensemble des secteurs. Les grandes banques bénéficieraient donc d'une protection implicite des autorités (Berger, 2004). Par la même occasion, une banque de grande taille raffermirait son pouvoir de négociation avec ces mêmes autorités.

Section 2. Les freins associés aux fusions et acquisitions transfrontalières

L'industrie bancaire évolue et devient toujours plus concentrée du fait des fusions et acquisitions. Les facteurs externes et internes ont joué un rôle moteur dans le développement de ces phénomènes, en particulier la globalisation des marchés, la dérégulation, l'introduction de l'euro, les conditions économiques favorables durant les années 1990 et la volonté de créer de la valeur pour les actionnaires. Cependant, malgré cela le nombre d'opérations de fusions et acquisitions transfrontalières reste encore limité. Pour cela, nous proposons d'étudier les obstacles réglementaires contrecarrant les fusions et acquisitions transfrontalières (1), d'autres barrières seront abordées qui incluent les obstacles linguistiques et culturels (2).

1. Les barrières juridiques et réglementaires

La réglementation joue un rôle essentiel dans l'activité des banques car elle affecte la stabilité macro-économique en protégeant d'une possible faillite bancaire qui pourrait être dramatique pour l'économie dans son ensemble.

Le cadre réglementaire encourage développement et les transformations des marchés bancaires et stimule leur équilibre concurrentiel. Une réglementation rigide est néfaste pour une banque qui souhaite opérer dans un cadre environnemental en pleine transformation demandant de plus en plus de rapprochements transfrontaliers avec d'autres marchés bancaires.

2. Les barrières géographiques, les différences culturelles et le protectionnisme

L'impact de la distance des différences linguistiques et culturelles sur l'internationalisation des banques a été abordé par de nombreux chercheurs. Hymer (1969) a montré que les banques étrangères sont confrontées à des désavantages en termes de coûts par rapport aux banques domestiques. En effet, des coûts additionnels peuvent se présenter du fait de différences culturelles, d'obstacles juridiques. Les différences de langues, de culture, et de monnaie pourraient constituer des obstacles aux F&A en Europe. Même si le progrès technologique a réduit les distances géographiques et diminué les coûts d'information

Les travaux de (Buch 2000 et 2001, et Focarelli Pozzolo 2003, Claessens et Van Horen 2006) ont trouvé une corrélation négative entre la distance géographique et l'accès de banques étrangères. Toutefois, la notion de proximité a été étendue pour inclure des similitudes linguistiques et culturelles, qui sont également constaté une incidence positive sur la décision d'implantation des banques étrangères (Buch, 2002).

Par ailleurs, les disparités concernant le droit du travail national, le domaine du gouvernement d'entreprise ainsi que les systèmes légaux spécifiques des pays, le droit fiscal et les cultures d'entreprise peuvent freiner largement les fusions et acquisitions transfrontalières. En outre, Berger et al. (2001) suggèrent que des obstacles tels que la distance géographique, les différences linguistiques, culturelles, les différences de structures de régulation et de supervision ainsi que les règles explicites ou implicites à l'encontre des concurrents étrangers peuvent constituer des obstacles à l'activité transfrontalière.

Conclusion

Les fusions et acquisitions transfrontalières peuvent créer de la valeur soit par une pénétration dans de marchés à forte croissance soit en suivant les clients à l'étranger. La réduction du risque peut aussi peser sur les stratégies de fusions et acquisitions transfrontalière pour deux raisons. D'une part l'aversion pour le risque peut encourager les banques à s'établir sur les marchés étrangers dont la proximité culturelle, linguistique et institutionnelle est avérée.

Les banques de grande taille sont donc les plus aptes à s'internationaliser. Ceci peut être expliqué par le fait que ces grandes banques ont généralement comme clients des firmes multinationales qui demandent des services bancaires à l'étranger. Par ailleurs, les grandes banques sont mieux à même d'exploiter les économies d'échelle associées à une activité en dehors du pays d'origine et sont plus incitées à diversifier les risques.

Les fusions et acquisitions transfrontalières dépendent largement des facteurs économiques et réglementaires. Les différences dans l'environnement juridique et leur application peuvent influencer sur la décision d'internationalisation des banques. Toutefois les différences linguistiques, culturelles, l'existence de beaucoup de monnaies nationales, les réglementations hétéroclites et le protectionnisme peuvent avoir des incidences négatives sur les fusions et acquisitions bancaires transfrontalières.

PARTIE II.
UNE ANALYSE EMPIRIQUE D'IMPACT DE L'IMPACT DES FUSIONS ET
ACQUISITIONS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES

Dans cette partie nous allons étudier en profondeur la méthodologie des études d'événements (chapitre 3). La démarche des études d'événement sera tout d'abord décrite (section 1), ensuite, nous aborder les différents tests statistiques qui y sont attachés (section 2). Enfin nous allons étudier la théorie de l'efficience des marchés financiers et ses limites (section 3).

Dans le chapitre 4, nous présenterons les résultats concernant l'impact des annonces des fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires et sur le risque des banques impliquées (section 1) avant d'analyser les déterminants de la performance des banques acquéreuses (section 2).

Dans le chapitre 6 nous allons à partir d'une étude de cas de l'acquisition de la banque Abbey National par Santander en 2004, analyser les motivations de cette acquisition transfrontalière (Section 1) et ensuite exposer la méthodologie utilisée (section 2) et enfin mesurer l'implication de cette acquisition sur la richesse des actionnaires de Santander à court et long terme (section 2).

Chapitre IV.

LA MÉTHODOLOGIQUE DES ÉTUDES D'ÉVÉNEMENT

Introduction

Les études d'événement ont une longue histoire et leur origine remonte aux années trente. La première étude publiée est celle de James Dolley (1933) qui s'intéresse à l'impact d'une division d'actions sur les prix. A partir des années trente jusqu'au début des années 1960 la méthodologie des études d'événement n'a cessé de progresser. L'étude d'événement, au départ était une technique destinée à tester l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés financiers sous sa forme semi-forte. L'étude de référence est celle de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969).

Traditionnellement, le but recherché par la méthodologie des études d'événement était l'appréciation de la vitesse d'ajustement des prix aux nouvelles informations. De nos jours, ces études permettent de quantifier et d'évaluer la réaction des cours.

Les applications des études d'événements sont nombreuses. En recherche financière et comptable, les études d'événements ont été appliquées à une grande variété d'événements particuliers à l'économie et à des sociétés données que sont les fusions et acquisitions, les annonces de résultats, l'endettement etc. Toutefois, d'autres domaines comportent, pas moins d'applications. Par exemple, en droit économique, les études d'événements permettent de mesurer l'impact sur la valeur d'une firme d'un changement dans l'environnement réglementaire (G. William Schwert, 1981).

Avant d'étudier d'aborder les différentes tests statistiques qui permettent de déterminer la significativité des rentabilités anormales et anormales cumulées (section 3), nous allons faire une brève historique de cette méthodologie (section 1) et d'étudier les différentes étapes de la cette méthodologie (Section 2).

Section 1. Les études événementielles et efficience des marchés financiers

La méthodologie des études d'événement se fonde sur la théorie de l'efficience informationnelle des marchés. Nous allons d'abord définir la méthodologie des études d'événement (1) avant d'étudier le concept d'efficience et ses limites.

1. Définition de la méthodologie des études d'événement

Les études d'événement reposent sur la vitesse de réaction des cours lors de l'annonce de l'information. Dans notre cas, il s'agira de l'annonce d'une opération de fusions et acquisitions bancaires. Pour porter un jugement sur l'efficience du marché lors d'une annonce de fusion, il faut analyser la réaction des cours boursiers des titres concernés à la date de l'annonce et les jours qui suivent. Le marché est efficace si le cours s'ajuste immédiatement à l'information. Dans ce cas, nous dirons qu'il y a une rentabilité anormale le jour de l'annonce. Le terme rentabilité anormale fait renvoi à une variation « normale » du cours en l'absence d'information.

Un ajustement instantané coïncide avec une forte hausse du cours immédiatement au moment de l'annonce d'un événement favorable et son évolution est normale les jours ultérieurs. Il existe d'autres ajustements. Dès l'annonce d'une information favorable, les cours peuvent prendre beaucoup de jours ou plusieurs mois pour l'incorporer, avant de continuer l'évolution normale. Dans un tel environnement, le marché est inefficace et des investisseurs peuvent tirer profit en se procurant des titres à la date d'annonce pour les rétrocéder plus tard lorsque l'information est incorporée. L'ajustement des cours n'étant pas instantané, nous pouvons dire que les investisseurs sous-réagissent à l'information. Enfin il peut arriver un phénomène de la sur réaction. En fait, il découle d'un ajustement brutal des cours à la hausse ou à la baisse suivant le sens de l'information suivie par une évolution contraire.

L'étude des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées permet de mettre en évidence, la réaction du marché à l'annonce de l'évènement

2. Le concept d'efficience des marchés

Le concept d'efficience des marchés financiers se base d'une manière générale sur l'efficience informationnelle qui stipule que les cours reflètent instantanément et complètement toute information disponible sur le marché.

2.1. L'efficience informationnelle

Les hypothèses de la méthodologie des études d'évènement se basent l'efficience du marché financier. De nombreux chercheurs ont mis en place différents tests permettant de confronter l'hypothèse d'efficience du marché au comportement des cours. A la suite des travaux de Bachelier (1900), la principale préoccupation était de savoir si les cours des actions suivaient ou non une marche aléatoire ou « random walk ».

Par ailleurs, les travaux de Roberts (1967) et Fama (1970, 1991) ont abouti à définir l'efficience informationnelle du marché boursier sous les trois formes suivantes :

- La forme faible (*Weak hypothesis*) : toute l'information basée sur des séries historiques de cours est pleinement reflétée dans le cours des titres ; l'information est représentée par l'ensemble des cours passés. Remarquons que cette information est très facilement disponible. Elle est utilisée par les analystes techniques.
- La forme semi-forte (*Semi strong hypothesis*) : toute l'information publiquement disponible est déjà contenu dans le prix des actions ; l'information est constituée par toute l'information publiquement disponible comme les annonces de fusions et acquisitions. Cette forme d'efficience suppose que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est incorporé dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques. Il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours.
- La forme forte (*strong hypothesis*): toute l'information publique ou non est entièrement prise en compte dans les cours des actions. L'information est constituée par toute l'information existante, y compris celle non rendue publique dont disposent les « initiés ».

Jensen (1978) introduit la notion d'arbitrage³³ dans la définition de l'efficience et définit « *sont réputés efficients les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transactions engendrés par cette action* »

L'hypothèse d'efficience est vérifiée le prix de chaque actif sur le marché équivaut à chaque instant à sa valeur future anticipée actualisée plus les dividendes L'actualisation est effectuée au taux de rendement exigé par les actionnaires en fonction du risque encouru.

2.2. Les éléments empiriques en défaveur de l'efficience des marchés

Malgré le fait que les résultats empiriques qui vont dans le sens de l'hypothèse d'efficience des marchés paraissent consistants. La conception selon laquelle il est impossible de battre le marché est remise en question du fait d'anomalies de marché³⁴. Plusieurs études empiriques ont tendance à démontrer que l'hypothèse d'efficience des marchés n'est pas toujours vérifiée.

2.2.1. LES ANOMALIES DE MARCHÉ

De nombreux travaux exposent des conclusions qui sont en contradiction avec l'hypothèse d'efficience des marchés. Des études ont attesté que les prix des actifs sont quelque fois prévisibles à cause d'un certains nombres de phénomène. Ces inefficiences appelées anomalies pourraient remettre en cause la théorie de l'efficience des marchés. Dans ce qui suit nous allons passer en revue les différentes anomalies constatées sur les marchés.

2.2.1.1. L'effet taille

La première anomalie de marché qui va à l'opposé de l'hypothèse d'efficience des marchés est 'l'effet taille' au sujet des entreprises de petite taille. Les travaux de Banz (1981) ont montré que pour des titres ayant le même risque, les rentabilités annuelles des entreprises de petite taille étaient supérieures à celles des entreprises de grande taille. Par conséquent la rentabilité pour l'actionnaire des petites capitalisations boursières est supérieure à celle des grandes capitalisations. Par ailleurs Ibbotson (1984) a montré qu'un portefeuille constitué de 20%

³³ Autrement dit l'absence d'opportunité d'arbitrage c'est-à-dire l'absence d'une stratégie d'investissement qui garantisse un gain positif ou nul sur la base d'un capital initial nul.

³⁴ B. Jacquillat et B. Solnik, *Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques*, 4^e éd., Dunod, 2002, présentent de manière détaillée toutes les anomalies de marché citées ici et quantifient leur impact sur le marché français.

d'actions dont la capitalisation boursière est la plus faible du NYSE détient une rentabilité annuelle supérieure à 51% par rapport à un portefeuille regroupant l'intégralité des titres.

2.2.1.4 L'effet janvier

Le prix des actions connaît des remous entre décembre et janvier. Ces mouvements sont prévisibles, ce qui ne va pas dans le sens de l'hypothèse de marche aléatoire des cours. En analysant les rentabilités moyennes des différents mois de l'année sur la période 1904-1974, Rozeff et Kinney (1976) montrent qu'elles s'élèvent en moyenne de 3,48% les mois de janvier contre 0,42% pour les 11 autres mois de l'année. Les actions qui ont eu des rendements négatifs durant l'année précédente tendent à afficher des rendements supérieurs en janvier. L'explication de « l'effet janvier » est donnée par Ritter (1988).

L'effet janvier est considéré comme une « effet fiscal ». En effet, les actionnaires peuvent avoir intérêt à céder leurs actions avant la fin de l'année fiscale parce qu'ainsi ils peuvent retrancher leurs pertes en capital de leur revenu imposable et diminuer l'impôt sur le revenu à payer. Quand l'année fiscale suivante démarre, ils rachètent ces actions, ce qui pousse les prix vers le haut et produit un taux de rentabilité anormalement élevé pour ceux qui vendent³⁵.

Néanmoins une telle affirmation crée les forces concurrentielles qui la détruiront car tout le monde va faire pareil. Ainsi pour Malkiel (2003) « l'effet janvier semble avoir disparu aussitôt après avoir été découvert ». De plus les tests de Brown Keim, Kleidon et Marsh, 1983 réalisés dans des pays où le système fiscal est différent l'effet janvier persiste.

Notons par ailleurs que d'autres anomalies ont été mises en évidence. Le prix des actifs ont tendance à baisser le lundi et à augmenter le vendredi (effet week-end). L'étude de French (1980) menée de 1953 à 1977 sur l'indice boursier américain S&P500 montre une rentabilité négative de -0,168% le lundi. L'existence d'un lien supposé entre le l'éphéméride la performance des actions va à l'encontre de l'hypothèse d'efficience des marchés.

³⁵ Voir Marc R. Reinganum, "The anomalous stock market behavior of small firms in January: empirical tests of tax loss-selling effects", *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp, 89-104.

2.2.1.5. La surréaction du marché

Le cours des actions peut surréagir suite à des annonces d'informations, et que la correction se fait lentement³⁶. Quand une bonne nouvelle concerne un titre, les investisseurs auraient tendance à surréagir en acquérant le titre sans réfléchir espérant bénéficier des rentabilités ultérieures successives. A l'opposé, de mauvaises nouvelles encourageraient les investisseurs à débarrasser des actifs concernés de manière excessive du fait de leur pessimisme concernant la performance de ces titres. Les travaux de De Bondt et Thaler (1985) sur l'évolution des titres du NYSE qui ont connu des rendements extrêmes durant plusieurs années. Pour chaque année ces auteurs composent un portefeuille avec 35 titres ayant enregistré les plus piètres rentabilités (portefeuille perdant) sur les trois dernières années et un autre avec les 35 autres titres dont les rentabilités ont été plus fortes (portefeuille gagnant) sur la même période. En comparant les rentabilités de ces deux portefeuilles sur les 36 mois suivants, ils démontrent que le portefeuille qui était considéré comme perdant gagne en moyenne 25% de plus que le portefeuille gagnant.

2.2.1.6. La volatilité « excessive »

D'après la théorie un marché est efficient du point de vue informationnel si la volatilité du prix est inférieure à la volatilité du « prix rationnel ». En d'autres termes les variations des cours ne peuvent être plus élevées que celles de la valeur fondamentale du titre. Partant de ce constat Robert Shiller³⁷ a étudié le comportement de l'indice Standard and poor's de 1871 à 1979 et a ainsi montré que les variations de l'indice S&P 500 ne peuvent pas être expliquées par les variations des dividendes de l'indice.

Les variations des cours boursiers semblent comme influencées par des facteurs autres que les fondamentaux du marché³⁸. Les krachs boursiers constituent une démonstration de la volatilité « excessive » des actions. Cette volatilité remet en cause l'hypothèse d'efficience des marchés financiers.

³⁶ Werner De Bondt et Richard Thaler, "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality", *Journal of Finance* 62, 1987, pp.557-580.

³⁷ Robert Shiller, "Do stock prices move too much to be subsequent changes in dividends?", *American Economic Journal Review* 71, 1981, pp.421-436.

³⁸ Voir Kenneth R. French et Richard Roll, "Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders", *Journal of Financial Economics* 17, 1986, pp.5-26.

Notons par ailleurs qu'il existe d'autres effets comme l'effet PER, l'effet Book-to-market etc. Les anomalies observées sur les marchés fortement bousculé la théorie de l'efficience des marchés. Pour Fama et French (1992,1993) il faudrait parfaire le modèle d'équilibre des actifs financiers pour mieux tenir en compte les origines du risque sur les marchés. Les anomalies pour la finance dite « rationnelle » sont le résultat d'une prise de risque excessive. La finance comportementale interprète ces anomalies par le fait que les investisseurs ont des biais comportementaux et qu'ils n'évaluent pas toujours le risque et le rendement à leur juste valeur. Les controverses autour de l'hypothèse d'efficience des marchés continuent. Toutefois l'hypothèse d'efficience des marchés constitue un outil convenable pour évaluer les comportements des cours de bourse.

Section 2. Les différentes étapes de l'étude d'événement

Les modèles qui sous-tendent cette méthodologie permettent de calculer un rendement normal et de dégager le rendement anormal lié à l'impact d'un événement. Le mécanisme d'une étude d'événement comprend essentiellement quatre étapes (1) l'identification de la date d'annonce de l'événement et la définition de la période pendant laquelle cet événement va être étudié, (fenêtre événement) ; (2) l'estimation des rentabilités attendues sur une période antérieure à l'événement appelée «fenêtre d'estimation» ; (3) le calcul des rentabilités anormales (AAR) et des rentabilités anormales cumulées et (4) les tests de significativité des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées.

1. Identification de la date d'événement et définition de la fenêtre événement

Les rentabilités sont indexées à un temps à un indice temporel noté τ . $\tau = 0$ désigne la date d'événement. $t_1 \leq \tau \leq t_2$ désigne le début et la fin de la fenêtre de l'événement ; $t_0 < t_1$ le début de la fenêtre d'estimation. $t_1 - 1$ la fin de la fenêtre d'estimation, $m_1 = t_1 - t_0$ le nombre de jours de la fenêtre d'estimation et enfin $m_2 = t_2 - t_1 + 1$ le nombre de jours de la fenêtre d'événement.

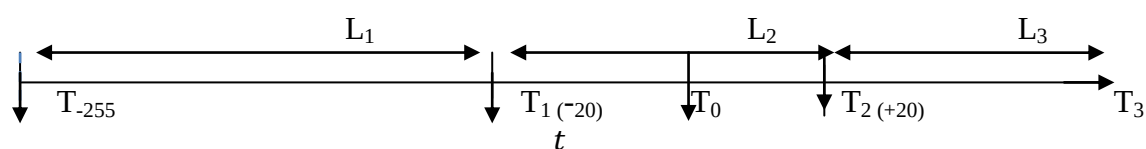


Figure 34- Schéma temporel d'analyse d'événement

Une fois l'événement et sa date de réalisation identifiée, on choisit comme période d'événement un intervalle $X = [t_1 + 1, \dots, t_2]$, centré sur cette date. En dehors de cet intervalle les taux de rentabilité sont supposés générés par un processus donné, décrivant leur dynamique dans le temps. L'appréciation de la réaction du titre à un événement passe par l'analyse des rentabilités observées sur l'intervalle I.

La période d'étude s'étend du 20^{ième} jour précédant la date d'annonce au 20^{ième} jour suivant (l'intervalle de temps unitaire retenu pour l'étude est ici la journée afin de visualiser avec plus de précision le jour où l'annonce produit ses effets. Nous avons aussi mesuré l'impact sur une période de 41 jours de bourse afin de mesurer l'effet d'annonce. Les rentabilités anormales cumulées sont calculées sur les intervalles $[-20,0]$, $[-5,5]$, $[-1,0]$, $[-1,1]$ $[-10,1]$ $[-10,10]$, et $[-20,20]$.

2. L'estimation des rentabilités attendues

La date de l'annonce d'une acquisition est le jour où le public prend connaissance de la transaction³⁹. La période de référence permettant d'estimer la norme est extrêmement variable. Dans l'ensemble, il n'existe pas de consensus en ce qui concerne la détermination de la fenêtre événement. Les rentabilités ont été estimées sur une période allant de 265 jours à 21 jours avant la fenêtre événement.

3. La détermination des rendements anormaux (AR-Abnormal Return)

La mesure de l'impact de l'événement requiert une mesure des rentabilités anormales. Cette dernière se calcule par la différence entre la rentabilité observée à une date $R_{i\tau}$ et la norme $E(R_{i\tau}|X_\tau)$. Pour apprécier à quel point les rentabilités d'un titre ont été différentes de ce qu'elles auraient pu être en l'absence de l'événement, il faut d'abord déterminer la rentabilité normale ou la norme notée $E(R_{i\tau}|X_\tau)$. Le rendement normal est défini comme le rendement espéré inconditionnellement la présence de l'événement. Formellement, pour une firme i , et une date d'événement τ la rentabilité anormale est calculée comme suit :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t)$$

³⁹ Voir Bhagat et Romano (2001), p. 5 et Beteil (2004), p. 79

où $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$ et $E(R_{i,t}|X_t)$ sont respectivement la rentabilité anormale (Abnormal Return), actuelle et normale sur la période t . X_t est l'information conditionnelle associée à la rentabilité anormale du modèle.

La littérature financière a développé plusieurs modèles pour le calcul des rentabilités normales sur la fenêtre d'événement. Mackinaley (1997) distingue deux types de modèles pour estimer la rentabilité normale:

- les modèles de rentabilité économique
- les modèles de rentabilité statistiques.

3.1. Les modèles de rentabilité statistiques

Les modèles statistiques reposent sur l'hypothèse de normalité jointe et multivariee des rentabilités anormales, qui sont par ailleurs supposées indépendantes et identiquement distribuées. Cette hypothèse sur la distribution est suffisante pour une spécification correcte du modèle de marché, de rentabilités ajustées par le marché et de celui de la rentabilité ajustée par la moyenne.

3.1.1 Les rentabilités ajustées par la moyenne

Le modèle de rentabilités ajustées par la moyenne a été développé par Masulis (1978), ce modèle considère que la norme μ_{it} est pour chaque titre est indépendante du temps :

$$E(R_{it}|X_t) = \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$var(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Empiriquement $E(R_{it}|X_t)$ peut être estimée par la moyenne historique des rentabilités.

3.1.2. Les rentabilités ajustées par les mouvements du marché

Le modèle de rentabilités ajustées par les mouvements du marché considère la norme comme terme qui dépend que du temps, et qui est identique pour tous les titres. La norme est estimée par la rentabilité de l'indice de marché à la date t . Le modèle de rentabilités ajustées par les mouvements du marché est formalisé comme suit :

$$E(R_{it}|X_t) = R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$\forall i = 1, \dots, n$$

3.1.3. Le modèle de Fama French (FF3F)

Fama et French, considèrent que les marchés financiers sont bien efficaces, mais le facteur de marché n'explique pas à lui seul l'ensemble des risques. Ils concluent qu'un modèle à trois facteurs décrit bien les rentabilités des actifs, mais précisent que le choix des facteurs n'est pas unique. Dans leurs études empiriques ces auteurs ont identifié les facteurs fondamentaux qui permettraient d'expliquer les rentabilités moyennes des actifs, en complément du bêta du marché. Ils ont mis en évidence deux facteurs importants qui caractérisent le risque d'une entreprise : le ratio valeur comptable rapportée à la valeur de marché des actifs (book-to-market) et la taille de l'entreprise mesurée par sa capitalisation boursière. Le modèle FF3F⁴⁰ est le suivant :

$$E(R_{it}|X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_{it} \quad (45)$$

SMB (Small minus big) désigne la différence de deux portefeuilles : un portefeuille de petites capitalisations boursières et un portefeuille de fortes capitalisations boursières ;

HML (High minus low) désigne la différence entre la rentabilité de deux portefeuilles : un portefeuille à fort ratio valeur comptable et un portefeuille pour lequel ce ratio est faible (low book-to market ratio) ;

3.1.4. Le modèle de marché

La plupart des études d'événement utilisent le modèle de marché afin de déterminer les rentabilités anormales. Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) ont été les premiers à utiliser le modèle de marché. Ces derniers l'ont appliqué à l'étude de l'impact des divisions d'actions et des attributions d'actions sur le NYSE. Le modèle de marché suppose que la rentabilité attendue d'un titre donné est fonction linéaire de la rentabilité de l'indice de marché à la même date. Pour le titre i à la date t , on a :

⁴⁰ Voir Fama et French, 1993

$$E(R_{it}|X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : est le rendement du titre pendant la période t,

R_{mt} : le rendement du marché pendant la période t,

ε_{it} : désigne le terme d'erreur (ou perturbation).

Les paramètres du modèle sont α_i et β_i et on suppose que R_{mt} est une variable observée sans erreur c'est-à-dire une variable certaine. R_{mt} est indépendante du terme du terme d'erreur ε_{it} . La variable R_{it} est variable aléatoire, le caractère aléatoire de celle-ci provenant de la présence du terme d'erreur dans le modèle. Le terme d'erreur ε_{it} représente tout ce qui n'est pas expliqué par le modèle. Afin d'obtenir des estimateurs de α_i et β_i sans biais et convergents, nous posons les hypothèses sur le terme d'erreur :

H_1 : Le modèle est linéaire en R_{mt}

H_2 : Les valeurs R_{mt} sont observées sans erreur (R_{mt} non aléatoire)

H_3 : $E(\varepsilon_{it}) = 0$, l'espérance mathématique de l'erreur est nulle

H_4 : $E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma_\varepsilon^2$, la variance de l'erreur est constante (homoscédasticité) : le risque de l'amplitude de l'erreur est le même quelque soit la période

H_5 : $E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{t'}) = 0$ si $t \neq t'$, les erreurs sont non corrélés (ou encore indépendantes) une erreur à l'instant t n'a pas d'influence sur les erreurs suivantes.

H_6 : $Cov(R_{mt}, \varepsilon_{it}) = 0$, l'erreur est indépendante de la variable explicative

Les paramètres α et β du modèle de marché étant inconnus, l'objectif est de rechercher la relation quantitative entre R_{mt} et R_{it} , soit :

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \hat{R}_{mt}$$

où $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les estimateurs des paramètres α et β . $\hat{R}_{it}$ est la valeur estimée (ou ajustée) de R_{it} . La méthode la plus fréquemment utilisée pour estimer les paramètres α et β est la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

La résolution analytique du MCO est la suivante :

$$\text{Min} \sum_{t=1}^{t=n} \varepsilon_{it} = \text{Min} \sum_{t=1}^{t=n} (R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt})^2 = \text{Min } S$$

En opérant une dérivation par rapport à α_i et β_i afin de trouver le minimum de cette fonction, on obtient les résultats suivants :

$$\frac{\delta S}{\delta \alpha_i} = 0 \text{ et } \frac{\delta S}{\delta \beta_i} = 0$$

Sommant par rapport à t , il vient :

$$\sum_t R_{mt} R_{it} - \hat{\alpha}_i \sum_t R_{mt} - \hat{\beta}_i \sum_t R_{mt}^2 = 0$$

$$\sum_t R_{it} - n \hat{\alpha}_i \sum_t R_{mt} = 0$$

Sur la fenêtre d'estimation, les estimateurs MCO du modèle de marche pour le titre i sont données par :

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T_1}^{T_2} (R_{it} - \hat{\mu}_i)(R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \hat{\mu}_m)}$$

avec $\hat{\mu}_i = \frac{1}{m_1} \sum_{s=t_0}^{t_1-1} R_{is}$ et $\hat{\mu}_m = \frac{1}{m_1} \sum_{s=t_0}^{t_1-1} R_{ms}$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{m_1 - 2} \sum_{t=T_0}^{T_1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2$$

Le coefficient β est donc égal à la covariance entre la rentabilité de l'actif i et les rentabilités du portefeuille de marché, divisée par la variance du portefeuille de marché. β_i représente donc la sensibilité du rendement du titre au rendement du marché, c'est-à-dire la variation du rendement expliquée par celle du marché ou encore la part de « risque systématique » ou « risque non diversifiable » contenue dans le risque total du titre.

Si $\beta_i < 1$, alors la rentabilité du titre varie moins que celle du marché on dit que le titre est « défensif ».

Si $\beta_i > 1$, alors le rendement du titre varie plus que celui du marché on dit que le titre est « offensif ».

Lorsque pour un titre i donné, on a $\beta = 1$ cela signifie que la pente de la droite caractéristique est égale à 1. Lorsque le marché augmente de 1%, le titre augmente de 1% en moyenne. Lorsque le marché baisse de 1%, le titre baisse de 1% en moyenne. En plus des modèles de rentabilités statistiques nous avons les modèles de rentabilités économiques.

3.2. Les modèles de rentabilités économiques

Nous avons deux types de modèles de rentabilités économiques : l'Arbitrage Pricing Theory (APT- Arbitrage Pricing Theory) et le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF).

3.2.1. Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF)

Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) a une longue histoire de recherche théorique et empirique. Beaucoup d'études empiriques ont été développées à ce sujet, il s'agit notamment de ceux de Fama, Jensen, Lintner, Merton, Scholes, Sharpe, Treynor et Black. Depuis les années soixante dix, le modèle de Sharpe (1963,1964) Lintner (1965, 1969) et Black (1972) ont servi de fondement de la théorie financière moderne. Dans l'approche de Markowitz (1952), les différents actifs et portefeuilles sont repérés par le rendement moyen et risque dans lequel le risque est mesuré par l'écart-type. Le MEDAF a été formulées comme suit :

- Les investisseurs sont averses au risque et cherchent à maximiser l'utilité espérée de leur richesse en fin de période.
- Les investisseurs cherchent à maximiser leurs portefeuilles en considérant uniquement les deux premiers moments de la distribution des rentabilités : l'espérance de rendement et la variance.
- Les investisseurs considèrent une seule période d'investissement et cette période est commune pour tous.
- Les investisseurs peuvent emprunter et prêter à un taux sans risque dans limitation.

- L'information est accessible sans coût et disponible simultanément pour tous les investisseurs. Ils font donc tous les mêmes prévisions d'espérance de rendement, de variance et de covariance pour tous les actifs.
- Les marchés sont parfaits : il n'y a pas de taxes, ni de coûts de transaction. Les actifs sont tous négociés et divisibles à l'infini.

Sharpe dans son article de 1964, considère un actif sans risque et le portefeuille de marché. Lorsque le marché est en équilibre, les prix des actifs s'ajustent de sorte qu'ils soient tous détenus par les investisseurs : l'offre est alors égale à la demande.

Soit un actif i quelconque. L'actif i se trouve situé en dessous de la droite de marché, qui représente l'ensemble des portefeuilles efficients. On définit un portefeuille P investi en proportion $(1 - x)$ dans le portefeuille de marché et en proportion x dans l'actif i . L'espérance de rendement du portefeuille P est donnée par :

$$\begin{aligned} E(R_p) &= xE(R_i) + (1 - x)E(R_m) \\ \sigma^2(R_p) &= x^2\sigma_i^2 + (1 - x)^2\sigma_m^2 + 2x(1 - x)\sigma_{im} \\ \sigma_p &= \sqrt{x^2\sigma_i^2 + (1 - x)^2\sigma_m^2 + 2x(1 - x)\sigma_{im}} \quad (51) \end{aligned}$$

σ_i^2 : La variance de l'actif i ;

σ_m^2 : La variance du portefeuille de marché ;

σ_{im} : La covariance entre l'actif i et le portefeuille de marché ;

σ_p : Le risque du portefeuille

En faisant varier x , on construit la courbe de tous les portefeuilles possibles obtenus en combinant l'actif i et le portefeuille M . Cette courbe passe par les deux points i et M . La pente de la tangente à la courbe iM au point M doit être égale à la pente de la droite R_fM . La pente d'une tangente à la courbe iM est donnée par :

$$\frac{\partial E(R_p)}{\partial \sigma_p} = \frac{\frac{\partial E(R_p)}{\partial x}}{\frac{\partial \sigma_p}{\partial x}}$$

or

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial x} = E(R_i) - E(R_m)$$

$$\frac{\partial \sigma_P}{\partial x} = \frac{2x\sigma_i^2 - 2\sigma_M^2(1-x) + 2\sigma_{im}(1-2x)}{2\sigma_P}$$

On obtient donc après simplification :

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial \sigma_P} = \frac{[E(R_i) - E(R_M)]\sigma_P}{x(\sigma_i^2 + \sigma_M^2 - 2\sigma_{im}) + \sigma_{im} - \sigma_m^2}$$

Le portefeuille de marché d'équilibre contient déjà l'actif i puisqu'il contient tous les actifs. Le portefeuille P est donc constitué d'un excès d'actif i , dans la proportion x , par rapport au portefeuille de marché. Cet excès devant être nul à l'équilibre, la pente de la tangente à la frontière efficiente pour M est donc donnée par :

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial \sigma_P}(M) = \frac{[E(R_i) - E(R_M)]\sigma_m}{\sigma_{im} - \sigma_m^2}$$

Par ailleurs, la pente de la droite de marché est donnée par :

$$b = \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

Où σ_m désigne, l'écart-type de portefeuille de marché. Au point M , la tangente à la courbe doit être à la pente de la droite de marché. On en déduit la relation suivante :

$$\frac{[E(R_i) - E(R_m)]\sigma_M}{\sigma_{im} - \sigma_m^2} = \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

Ce qui s'écrit encore :

$$E(R_i) - R_f = \frac{[E(R_m) - R_f]}{\sigma_m^2} \sigma_{im}$$

Cette dernière relation caractérise le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). La droite ainsi

définie est désignée sous le nom de *Security Market Line*. Cette relation traduit qu'à l'équilibre, le taux de rendement de tout actif est égal au taux de rendement de l'actif augmenté d'une prime de risque. Cette prime est égale au prix du risque multiplié par la quantité de risque. Le prix du risque est la différence entre le taux de rendement attendu du portefeuille de marché, et la rentabilité de l'actif sans risque. La quantité de risque, appelée bêta, est définie par :

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

En utilisant l'expression de bêta, la relation du MEDAF s'écrit alors :

$$E(R_i) - R_f = \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Le MEDAF permet d'estimer le taux de rentabilité espéré d'une action i $E(R_i)$ à partir de trois composantes. Le taux sans risque (R_f), le coefficient de risque lié au l'actif (β_i) et l'espérance de la rentabilité de marché $E(R_m)$. Par conséquent les rentabilités espérées sur chaque action sont proportionnelles à leur bêta, le coefficient de proportionnalité étant égale à la différence entre la rentabilité espérée sur le marché ($E(R_m)$) et le taux d'intérêt sans risque (R_f). Seul le bêta devrait déterminer le cours d'une action.

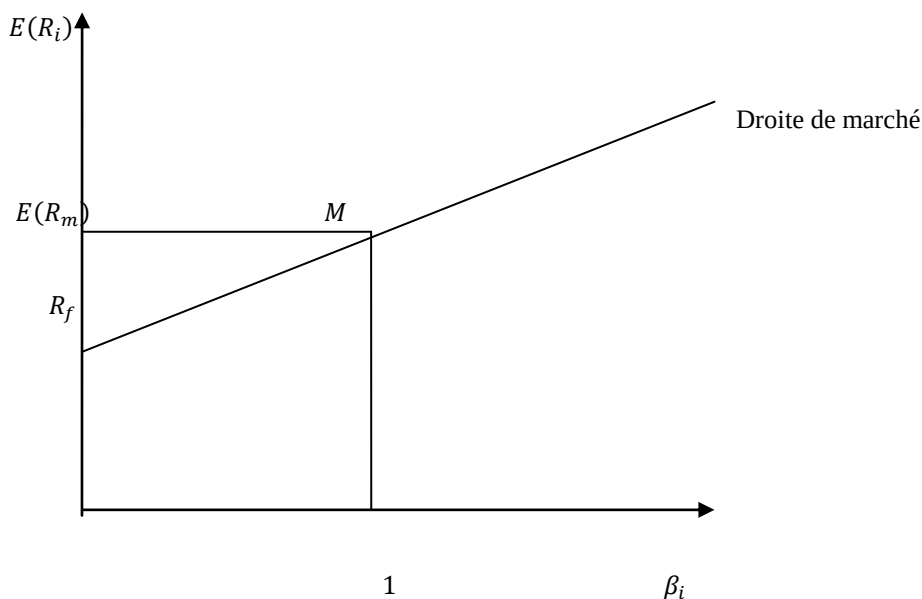


Figure 35- Le prix du risque

Dans le plan $E(R_i)\beta_i$ et soit i un actif financier quelconque, la droite de marché (Security Market Line) est la demi-droite qui passe par deux points représentant deux actifs financiers : l'actif sans risque (R_f) et le portefeuille de marché (M) est appelée la droite de marché. Par ailleurs la différence entre la rentabilité anticipée entre un actif risque et un actif sans risque. $E(R_m) - R_f$ est la prime de risque de marché. En définitive, la rentabilité d'une action se décompose en deux parties à savoir le taux sans risque (R_f) et une prime de risque qui est le supplément de rentabilité que procure une action comme rémunération du risque non diversifiable que doit supporter l'investisseur qui le détient.

3.2.2. Le modèle d'évaluation par arbitrage (MEA)

Le modèle postule que le taux de rentabilité du cours d'un titre est influencé par plusieurs facteurs communs, chaque titre pouvant avoir une sensibilité différente à chacun de ses facteurs. Cette idée correspond au modèle d'évaluation par arbitrage (MEA) ou APT pour *Arbitrage Pricing Theory*) conçu par Ross en 1976 comme alternative aux modèles d'évaluation des actifs financiers.

Ce modèle, dit de *l'Arbitrage Pricing Theory* (APT) suppose que les rentabilités des actifs suivent une loi normale et postule l'existence d'une relation linéaire entre les rentabilités réalisées des actifs et K facteurs communs à ces actifs. L'APT se formalise comme suit :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}F_{1t} + \dots + \beta_{ki}F_{kt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : La rentabilité de l'actif i à la période t

$\beta_{1i}, \beta_{2i}, \dots, \beta_{ki}$: Sensibilité de l'actif i au facteur k

$F_{1t}, F_{2t}, \dots, F_{kt}$: Les k facteurs communs influençant la rentabilité de tous les titres

α_i : Constante spécifique au titre i

ε_{it} : La variabilité spécifique du titre i

Soit n titres et k facteurs communs, on suppose que $k < n$.

On suppose aussi que :

$$E(F_1) = E(F_2) = \dots = E(F_k) = E(\varepsilon_i) = 0$$

$$cov(\varepsilon_i, f_j) = cov(\varepsilon_i, \varepsilon_l) = 0 \quad \forall i, j \text{ et } l$$

Supposons qu'il existe k facteurs communs, $k < n$. Le but est de construire des portefeuilles d'arbitrage, c'est-à-dire des portefeuilles ayant un capital investi égale à zéro et totalement sans risque. Un capital investi nul est obtenu en achetant et en vendant, pour un même montant différents titres.

Soit $X = (X_1 \dots X_n)$ le vecteur des proportions investies dans chaque titre. Le portefeuille sera de capital nul si :

$$X_1 + X_2 + \dots + X_n = 0$$

Nous le construisons de manière à ce que son élasticité aux facteurs communs β_{ip} soit nulle :

$$\beta_{1p} = X_1\beta_{11} + X_2\beta_{12} + \dots + X_n\beta_{1n} = 0$$

$$\beta_{2p} = X_1\beta_{21} + X_2\beta_{22} + \dots + X_n\beta_{2n} = 0$$

$$\beta_{kp} = X_1\beta_{k1} + X_2\beta_{k2} + \dots + X_n\beta_{kn} = 0$$

Enfin nous construisons ce portefeuille tel que son risque spécifique soit nul. Comme tous les ε_i sont indépendants, cela est possible en diversifiant ce risque, puisque le nombre de titre n est supposé grand ; il suffit d'investir dans des proportions d'ordre $\frac{1}{n}$, dans chaque titre. En fait, il existe une infinité de portefeuilles bien diversifiés qui satisfont à $k + 1$ contraintes linéaires (2) et (3) puisque $k < n$. La rentabilité anticipée d'un tel portefeuille doit être nul puisque ce portefeuille est sans risque et sans capital. Donc, chacun des ces portefeuilles, on doit avoir :

$$E(R_p) = X_1E(R_1) + X_2E(R_2) + \dots + X_nE(R_n) = 0$$

Donc tout vecteur de portefeuille $(X_1 \dots X_n)$ qui vérifie $k + 1$ équations linéaires. On démontre cela implique que les coefficients de (59) sont des combinaisons linéaires des coefficients des $k + 1$ premières équations. Donc :

$$E(R_1) = \lambda_0 + \lambda_1\beta_{11} + \lambda_2\beta_{12} + \dots + \lambda_k\beta_{k1}$$

$$E(R_2) = \lambda_0 + \lambda_1\beta_{21} + \lambda_2\beta_{22} + \dots + \lambda_k\beta_{k2}$$

$$E(R_n) = \lambda_0 + \lambda_1\beta_{n1} + \lambda_2\beta_{n2} + \dots + \lambda_k\beta_{kn}$$

En définitive, on obtient pour tout titre i :

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1\beta_{1i} + \lambda_2\beta_{2i} + \dots + \lambda_n\beta_{ni} \quad (60)$$

A partir de l'équation (60) nous pouvons affirmer que la rentabilité anticipée pour chaque titre est une combinaison linéaire des bêtas relatifs à chaque facteur. Autrement dit chaque bêta est une mesure du risque systématique et à chaque bêta est affecté un prix du risque. Nous avons dans l'équation ci-dessus k facteurs communs à tous les titres donc non diversifiables, et k prix du risque ($\lambda_1 \dots \lambda_k$) afférents à chaque facteur de risque. λ_0 est le taux d'intérêt sans risque⁴¹ R_f s'il existe.

Section 3. Les tests de significativité des rentabilités anormales

Une fois les rentabilités anormales et les rentabilités anormales cumulées sont calculées, nous allons utiliser une série de tests pour mesurer la significativité de ces dernières.

1. Les propriétés statistiques des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales cumulées

Soit m_1 -vecteurs des rendements de la fenêtre d'estimation, défini comme suit :

$$R_i = (R_{it_0}, R_{it_0+1}, \dots, R_{it_0-1})'$$

Soit $m_2 = t_2 - t_1 + 1$ vecteurs des rendements sur la fenêtre d'événement défini comme suit :

$$R_i^\varphi = (R_{it_1}, R_{it_1+1}, \dots, R_{it_2})'$$

Soit $X_i = (\iota, R_i)$ matrice de $(m_1 * 2)$ de la firme i .

Les estimations par la méthode des moindres carrés ordinaires des paramètres $b_i = (\alpha_i, \beta_i)'$ et $\sigma_i^2 = \text{Var}(\varepsilon_{is})$ sont :

$$\hat{b} = (X_i', X_i')' X_i' R_i$$

et

⁴¹ Voir Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et Christophe Pérignon, 2009

$$\hat{\sigma}_i^2 = \frac{1}{m_1 - 2} \sum_{s=t_0}^{t_1-1} \hat{\varepsilon}_{is}^2 = \frac{1}{m_1 - 2} \hat{\varepsilon}_i' \varepsilon_i$$

Notons $\varepsilon_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$ le résidu du modèle de marché ; $\hat{R}_{it} = R_{is} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$ le résidu de l'estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires et $\hat{\varepsilon}_i = (\hat{\varepsilon}_{it_0}, \hat{\varepsilon}_{it_0+1}, \dots, \hat{\varepsilon}_{it_1-1})'$

Afin de déterminer les propriétés statistiques des rendements anormaux nous allons poser une hypothèse concernant la distribution statistique des rendements anormaux : l'hypothèse standard est que les rentabilités estimées sont indépendantes et normalement distribuées. Sous cette hypothèse, les rentabilités anormales sur la fenêtre d'événement sont calculées comme suit :

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau}^\varphi - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}^\varphi$$

$$\tau = t_1, t_1 + 1, \dots, t_2$$

Notons que les rendements anormaux sont identiquement distribués mais cependant, ils ne sont pas indépendants parce que dans le modèle de marché les paramètres α_i et β_i sont estimés et contiennent des erreurs d'estimation. Les valeurs attendues dépendent de l'effet de l'événement. D'une manière générale, chaque jour de la fenêtre événement a un effet distinct. Ainsi le modèle de marché devient :

$$R_{i\tau}^\varphi = \alpha_i + \mu_{i\tau} + \beta_i R_{m\tau}^\varphi + \varepsilon_{i\tau}^\varphi$$

$\mu_{i\tau}$ l'impact de l'événement sur le rendement de la firme i au jour. Par conséquent les rentabilités anormales (AR) sont déterminées

$$\begin{aligned} AR_{i\tau} &= R_{i\tau}^\varphi - (\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}^\varphi) \\ &= \alpha_i + \mu_{i\tau} + \beta_i R_{m\tau}^\varphi + \varepsilon_{i\tau}^\varphi - (\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}^\varphi) \\ &= (\alpha_i - \hat{\alpha}_i) + (\beta_i - \hat{\beta}_i) R_{m\tau}^\varphi + \mu_{i\tau} + \varepsilon_{i\tau}^\varphi \end{aligned}$$

Par les propriétés des estimateurs des moindres carrés ordinaires, $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont des estimateurs sans biais de α_i et β_i c'est-à-dire :

$$E[\hat{\alpha}_i] = \alpha_i$$

Et

$$E[\hat{\beta}_i] = \beta_i$$

Ainsi, la valeur attendue des rentabilités anormales est :

$$E[(AR_{it} | R_{m\tau}^\varphi)] = \gamma_{it}$$

Ils sont des estimateurs sans biais de l'effet de l'événement sur les rendements. Ecrivons (40) sous la forme matricielle suivante :

$$\widehat{AR}_i = X_i^\varphi (b_i - \hat{b}_i) + f_i + \varepsilon_i^\varphi$$

Où $\widehat{AR}_i = (AR_{it_1}, AR_{it_1+1}, \dots, AR_{it_2})'$ le vecteur des rentabilités anormales et $f_i = (\gamma_{it_1}, \gamma_{it_1+1}, \dots, \gamma_{it_2})$ le vecteur de l'impact de l'événement sur la banque i.

Comme nous avons :

$$E[(u_i' | X_i^\varphi)] = 0 \text{ avec}$$

$$E\left[\left((\hat{b}_i - b_i)(\hat{b}_i - b_i)'\right) | X_i^\varphi\right] = (X'X)^{-1}\sigma_i^2$$

En utilisant l'équation (43) la matrice des covariances des rendements anormaux est :

$$\begin{aligned} V_i &= E\left[(\widehat{AR}_i - E[\widehat{AR}_i])\left((\widehat{AR}_i - E[\widehat{AR}_i])'\right) | X_i^{Ev}\right] \\ &= E\left[(X_i^\varphi(b_i - \hat{b}_i) + \varepsilon_i^\varphi)\left((X_i^\varphi(b_i - \hat{b}_i) + \varepsilon_i^\varphi)'\right) | X_i^\varphi\right] \\ &= E\left[\left(X_i^\varphi(\hat{b}_i - b_i)(\hat{b}_i - b_i)'\right) | X_i^\varphi\right] + E(\varepsilon_i \varepsilon_i' | X_i^\varphi) \\ &= X_i^\varphi (X_i' X_i)^{-1} X_i^{\varphi'} \sigma_i^2 + \sigma_i^2 I_{m_2} \end{aligned}$$

I_{m_2} est la matrice identité $m_2 * m_2$ (Voir Campbell, Lo and McKinlay 1997)

Sous l'hypothèse de normalité, les rentabilités anormales sont distribuées comme suit :

$$\widehat{AR}_{i\tau} \sim N(\mu_{i\tau}, \sigma^2(\widehat{AR}_{i\tau}))$$

$\sigma^2(\widehat{AR}_{i\tau})$ est le $\tau^{ième}$ élément du diagonal de V_i

$\frac{(X'X)}{m_1} \rightarrow Q$ comme m_1 tend vers ∞ , le premier terme de la dernière ligne de l'équation tend vers 0 et l'équation devient :

$$V_i = \sigma_i^2 I_{m_2}$$

Ainsi, les rentabilités anormales sont approximativement indépendantes lorsque la période contenue dans l'échantillon est plus large possible. Notons que les variances des rentabilités anormales sont approximées par :

$$\sigma^2(AR_{i\tau}) \approx \sigma_i^2$$

Les rentabilités anormales sont ensuite agrégées afin d'obtenir les rentabilités anormales cumulées qui permettent de mesurer l'impact de l'événement. Pour chaque titre i la rentabilité anormale cumulée (CAR) se formalise comme suit :

$$CAR_{i\tau} = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \quad \tau = t_1, t_1 + 1, \dots, t_2$$

Les rentabilités anormales cumulées sont normalement distribuées avec une moyenne égale à :

$$\mu_{i\tau} = E[\widehat{CAR}_{i\tau}] = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \mu_{i\tau}$$

Et de variance :

$$\sigma_i^2 = Var[\widehat{CAR}_{i\tau}] = \sigma_i^2 \left((\tau_2 - \tau_1 + 1) + 2 \sum_{\tau=\tau_1+1}^{\tau_2} \sum_{\tau'=\tau_1+1}^{\tau-1} \omega_{\tau\tau'} \right)$$

$\omega_{\tau\tau'}$ est le (τ, τ') ième élément de la matrice $X_i^\varphi (X_i' X_i)^{-1} X_i^{\varphi'}$, c'est-à-dire la matrice du premier terme de l'équation (9).

La variance

$$\sigma_{i\tau}^2 \approx (\tau_2 - \tau_1 + 1) \sigma_i^2$$

Ainsi,

$$\widehat{CAR}_{i\tau} \sim N(\mu_{i\tau}, \sigma_{i\tau}^2)$$

Sous l'hypothèse nulle c'est-à-dire l'événement n'a pas d'impact sur les rendements des titres nous avons :

$$\gamma_{i\tau} = 0 \quad \forall \tau = t_1, t_1 + 1, \dots, t_2$$

et

$$\mu_{i\tau} = 0$$

Ainsi sous l'hypothèse nulle H_0 , l'événement n'a aucun impact sur le comportement des rendements :

$$\widehat{CAR}_{i\tau} \sim N(0, \sigma_{i\tau}^2)$$

Une fois que la rentabilité anormale calculée, on déduit la réaction moyenne du marché en calculant la rentabilité anormale moyenne de chaque titre à jour de la fenêtre d'événement. En supposant qu'il existe N titres dans l'échantillon, les rentabilités anormales moyennes (AAR – *Average Abnormal Return*) sont déterminées comme suit

$$AAR_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau}$$

Enfin pour mesurer l'impact global de l'événement, les rentabilités anormales moyennes sont cumulées afin d'obtenir les rentabilités anormales moyennes cumulées (*CAAR – Cumulate Average Abnormal return*) .

$$CAAR_{\tau} = \sum_{s=\tau_1}^{\tau_2} AAR_s$$

Il convient pour finir de vérifier la significativité des rentabilités anormales trouvées, tout particulièrement pour la date d'annonce des événements. La dernière étape consiste à tester la significativité des rentabilités anormales moyennes (AAR- Average Abnormal Return) et des rentabilités anormales moyennes cumulées (CAAR- Cumulate Average Abnormal Return). Pour ce faire, l'hypothèse nulle est définie comme étant :

H_0 : « La rentabilité anormale moyenne (AAR) n'est pas significativement non nul ». C'est-à-dire :

$$H_0: AAR_{\tau} = 0$$

Cette hypothèse nulle est testée contre l'hypothèse alternative :

$$H_A: AAR_{\tau} \neq 0$$

On pose deux hypothèses supplémentaires qui portent sur le cumul des rentabilités anormales cumulées:

$$\begin{cases} H_2: CAAR_{\tau} = 0 \\ H_3: CAAR_{\tau} \neq 0 \end{cases}$$

Pour tester la significativité des rentabilités anormales moyennes (AAR) et des rentabilités anormales moyennes cumulées (CAAR) au jour τ , deux types de tests sont proposés à savoir les tests paramétriques qui supposent l'hypothèse de normalité et les tests non paramétriques qui n'exigent aucune condition sur la distribution des rentabilités anormales.

2. Les tests paramétriques

Les tests paramétriques proposés dans la littérature posent comme hypothèse que les rentabilités anormales des différents titres sont normalement distribuées. Les tests paramétriques qui sont généralement utilisés dans la littérature sont : le test de Bohemer, Poulsen et Musumeci, le test de Patell et celui de Warner Brown.

2.1. Le test de Warner Brown

Pour tester la significativité des rentabilités anormales au jour, Warner et Brown (1985) proposent un test qui s'écrit comme suit :

La rentabilité anormale moyenne de tous les titres à chaque période τ de la fenêtre événement se calcule comme suit :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$\hat{\sigma}_{AAR_t} = \sqrt{\frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (AAR_{it} - \overline{AAR})^2}$$

La moyenne des rentabilités anormales sur la fenêtre d'estimation est :

$$\overline{AAR} = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} AAR_t$$

Le test de statistique au temps t de la période d'événement :

$$T_{BW} = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR_t}} \sim t_{(L_1-2)}$$

Le test des rentabilités anormales moyennes cumulées sur la fenêtre d'événement, noté $CAAR(t_1, t_2)$ avec $T_1 \leq t_1 \leq t_2 \leq T_2$ est :

$$\frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{T_2 - T_1 + 1} * \sigma_{AAR}} \sim t_{(L_1-2)}$$

Notons qu'ici que la variance est estimée hors événement et qu'elle est supposée constante au cours du temps. Cependant les études de Christie (1983), Ball et Torous (1988) ont montré que la variance des rentabilités anormales peut subir des modifications sur la fenêtre événement.

2.2. Le test de Patell

Patell (1976) propose de standardiser la rentabilité anormale de chaque titre en la divisant par son écart-type obtenue sur la période d'estimation afin de tenir compte de l'hétéroscédasticité des rentabilités anormales entre les titres. Le test des rentabilités anormales standardisées (SAR) est la suivante :

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{S_{it}}$$

Sous l'hypothèse nulle des rentabilités anormales moyennes standardisées, le test de Patell (1976) est le suivant :

$$TP = \sqrt{N} * ASAR_t \sim t_{(L_1-2)}$$

$$ASAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it}$$

L'écart type des rentabilités anormales est égal à :

$$S(ASAR_t) = S_{it} = \sqrt{S_i^2 \left[1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_m - \bar{R}_m)^2}{\sum_{\tau=T_0}^{T_1} (R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2} \right]}$$

R_{mt} est la rentabilité de l'indice de marché pour le jour événement t;

$\bar{R}_m$ est la rentabilité de l'indice de marché calculée sur la fenêtre d'estimation

Le test similaire est utilisé pour les rentabilités anormales cumulées et la statistique est suivante :

$$TP = \sqrt{\left(\frac{n}{T_2 - T_1 + 1}\right)} \sum_{t=T_1}^{T_2} ASAR_t$$

2.3. Le test de Boehmer, Poulsen et Musumeci

Notons en cas de modification de la variance sur la fenêtre événement, les tests qui utilisent l'écart-type de la période d'estimation pour mesurer la significativité des rentabilités anormales moyennes, ont souvent tendance à rejeter l'hypothèse nulle. C'est ainsi que Boehmer, Poulsen et Musumeci (1991) proposent un test qui prend en compte la variance induite par l'événement (« event-induced variance »). Cette procédure permet de tenir compte d'un éventuel accroissement de la variance des rentabilités anormales le jour de l'événement τ en l'estimant en coupe transversale (standardized cross-sectional test). La statistique est définie comme suit :

Sous l'hypothèse nulle le test de Boehmer, Poulsen et Musumeci (T_{BMP}) se formalise comme suit :

$$T_{BMP} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i\tau}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \left(SAR_{i\tau} - \sum_{i=1}^N \frac{SAR_{i\tau}}{N} \right)^2}}$$

avec

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sqrt{\hat{s}_i \left[1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_m - \bar{R}_m)^2}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2} \right]}}$$

SAR_{it} la rentabilité anormale standardisée

AR_{it} la rentabilité anormale

$\hat{\sigma}_i$ l'écart-type des rentabilités anormales sur la période d'estimation

$\bar{R}_m$ est la rentabilité de l'indice de marché calculée sur la fenêtre d'estimation

3. Les tests non paramétriques

Parmi les tests non paramétriques développés dans la littérature nous avons les tests de signe et le test de rang.

3.1. Le test de signe

$$H_0 = P \leq 0,5$$

$$H_1 = P > 0,5$$

Avec $P = P_r[CAR \geq 0]$

N^+ le nombre de banques avec $CAR \geq 0$

Le test de signe est le suivant :

$$Z_{signe} = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1)$$

3.2. Le test de signe généralisé

Le test généralisé de signe Cowan (1992) compare la proportion des rentabilités anormales autour de la date d'événement à la proportion sur la période non affectée par l'événement. En d'autres termes ce test examine si le nombre de titres donnant des rentabilités anormales positives sur la période d'événement est supérieur à ce qui serait attendu en l'absence de performances anormales. Le test est formalisé comme suit :

$$Z_G = \frac{w - n\hat{p}}{[n\hat{p}(1 - \hat{p})]^{\frac{1}{2}}} \quad (63)$$

w est le nombre de titres sur la fenêtre d'événement dont la rentabilité anormale cumulée $CAR_{i(t_1 t_2)}$ est positive.

$\hat{p}$ désigne la proportion de rentabilités anormales positives sur la fenêtre d'estimation, il est formalisé comme suit :

$$\hat{p} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{236} \sum_{t=T_1}^{T_2} S_{it}$$

S_{it} est la rentabilité anormale du titre i au temps t de la période d'estimation et prend les valeurs suivantes :

$$S_{it} = \begin{cases} 1 & \text{si } AR_{it} > 0 \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

3.3. Le test de rang de Wilcoxon

Le test de Wilcoxon qui se base sur le calcul des rangs et du signe de chaque résidu pour vérifier si le rang moyen des ratios μ_i , supérieurs à l'unité est beaucoup plus important que celui des ratios inférieurs à l'unité et suppose une distribution symétrique des rentabilités anormales moyennes. Sous l'hypothèse nulle, la statistique Z suit une loi normale centrée réduite. Sous l'hypothèse nulle du rendement anormal à la date d'événement, le test de rang se définit comme suit :

$$T_w = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n K_{it} 1R_i^+ - \left[\frac{n(n+1)}{4} \right]}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{2n}}} \sim N(0,1)$$

3.4. Le test de rang de Corrado (1989)

Le test non paramétrique de rang a été développé par Corrado (1989). Ce test n'exige pas que la distribution des rentabilités anormales soit normalement distribuée. L'ensemble de la période est constituée de la fenêtre d'estimation et de la fenêtre d'événement pour calculer le rang associé à la rentabilité anormale. K_{it} est le rang de la rentabilité anormale du titre i au jour τ_1 de la fenêtre d'événement. Le rang de chaque firme dans la fenêtre événement est comparé à son rang moyen attendu. Sous l'hypothèse nulle le test se formalise comme suit :

$$Z_{Rang} = \frac{\sum_{t=1}^L \bar{k}_t}{\sqrt{\sum_{t=1}^L s^2(\bar{k}_t)}}$$

L est la longueur de la fenêtre d'événement

T_1 le premier jour de la fenêtre d'estimation

T_2 le dernier jour de la fenêtre d'événement

Le rang de chaque rentabilité anormale est comparé au rang médian $\bar{K}_i$

$$\bar{k}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (k_{it} - E(k_i))$$

$$E(k_i) = (0,5 * (T_2 - T_1 + 1)) + 0,5$$

$$s^2(\bar{k}_t) = \frac{1}{(T_2 - T_1 + 1)} \sum_{\tau=T_1+1}^{T_2} \left\{ \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} - E(k_i)) \right\}^2$$

Z_{Rang} converge vers une loi normale centrée et réduite lorsque le nombre de titre augmente.

Conclusion

Dans ce chapitre nous étudie les différentes étapes de la méthodologie des études d'événement. Cette méthodologie est basée sur la l'efficience semi-forte des marchés financiers qui suppose que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est incorporé dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques. Malgré le fait que les résultats empiriques qui vont dans le sens de l'hypothèse d'efficience des marchés paraissent consistants. La conception selon laquelle il est impossible de battre le marché est remise en question du fait d'anomalies de marché⁴². Plusieurs études empiriques ont tendance à démontrer que l'hypothèse d'efficience des marchés n'est pas toujours vérifiée.

⁴² B. Jacquillat et B. Solnik, *Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques*, 4^e éd., Dunod, 2002, présentent de manière détaillée toutes les anomalies de marché citées ici et quantifient leur impact sur le marché français.

Chapitre V.

IMPACT DES ANNONCES DE FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES

Introduction

Plusieurs études, essentiellement aux États-Unis ont utilisé les études d'évènement afin d'apprécier les effets des annonces de fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires. Certaines études ont examiné les rendements anormaux de la banque « acquéreuse » et de la « cible » séparément tandis que d'autres ont analysé le changement total de la richesse des actionnaires. Selon Jensen et Ruback⁴³ les fusions et acquisition créent de la valeur mais les principaux gagnants sont les actionnaires des sociétés cibles, ceux des sociétés acquéreuses ne perdent pas. Rhoades (1993) a fait une revue de littérature de l'ensemble des études empiriques aux États-Unis de 1980 à 1993 et les résultats sont très mitigés.

Plus récemment, des chercheurs ont trouvé des résultats exactement opposés. Que l'on considère l'acquéreur et l'acquise, les actionnaires des banques fusionnantes gagnent à cette opération ; la création de richesse globale est cependant relativisée par les recherches académiques. Zhang (1995) constate un accroissement de la valeur totale. Hugues et al. (1999) montrent ainsi que la consolidation récente s'est accompagnée d'un accroissement des performances boursières des titres des nouvelles entités bancaires, notamment pour les fusions de banques implantées dans des États différents en raison d'un gain substantiel en diversification géographique.

Les résultats empiriques en Europe surtout ceux de Cybo-Ottone et Murgia (2000) montrent que les rendements anormaux, bien que négatifs pour l'acquéreur, restent positifs pour la cible et pour le nouvel ensemble. Les résultats sont identiques à ceux des banques américaines. Les rentabilités anormales moyennes des cibles sont positives et celles des acquéreurs sont essentiellement nulles. En 2000, ils trouvent cette fois-ci que les nouveaux ensembles ont des

⁴³ Jensen , M.C, R.S., (1983), "The market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, p.5-50.

rendements anormaux positifs.

DeLong (2003) obtient les mêmes résultats sur des banques non américaines avec des rendements significativement plus élevés pour les banques non américaines acquéreuses et significativement moins élevés pour les cibles par rapport aux banques américaines. Tourani-Rad et Van Beek (1999) ont trouvé que les actionnaires des cibles ont gagné plus de rentabilités anormales positives que les acquéreuses. Ils affirment que plus la taille de la cible est grande plus la rentabilité devient positive.

Lepetit et *al.* (2004) en étudiant les fusions et acquisitions bancaires durant la période 1991-2001 de 13 pays européens, examinent la réaction à marché à l'annonce des opérations de fusions. Ils ont trouvé que l'annonce des opérations de fusions et acquisitions affectent positivement les rentabilités des banques fusionnées.

Diaz et *al.* (2004) en utilisant les données de panel sur la période 1993-2004 sur un échantillon de 1629 banques, dont 181 acquisitions étaient recensés. Ils ont trouvé que les acquisitions des entités financières par les banques européennes peuvent améliorer leur profitabilité. Le tableau 11 recense les études d'événements qui ont été faites en Europe et aux États-Unis.

Tableau 11 : Les différentes études d'événement réalisées aux États-Unis et en Europe

Auteurs (Années)	Pays	Période	Échantillon	Fenêtre événement	CAR acquéreurs	CAR Cibles	CAR combinée
Hawawini & Swari (1990)	USA	72-87	123	[0 ; +5]	-1,7%	+11,5%	+3,1%
Baradwaj et al. (1990)	USA	80-87	53	[-60; +60]	N.S.	29,93 0,3%	N.A
Allen & Cabenoyan (1991)	USA	79-86	138	[-5 ; +5]	N.S.	N.A	N.A
Cornett & De (1991)	USA	82-86	152	[-15; +15]	N.S	+9,7%	N.A
Baradwaj et al. (1992)	USA	81-87	108	[-5 ; +5]	-2,6%	N.A	N.A
Houston & Ryngaert (1994)	USA	85-91	153	[-4 ; +1A]	-2,3%	+14,8%	+0,5%
Madura et Wiant (1994)	USA	83-87	152	[0 ; 36M]	-27,1	N.A	N.A
Palia (1994)	USA	84-87	48	[-5; +5]	-1,5%	N.A	N.A
Seidel (1995)	USA	89-91	123	[-20; +20]	1,8%	N.A	N.A
Zhang (1995)	USA	0-90	107	[-5 ; +5]	N.S.	+6,9%	+7,3%
Hudgins et Seifert (1996)	USA	70-89	160	[-1 ; +1]	N.S	+7,8%	N/A
Siems (1996)	USA	95	19	[-1; +1]	-2%	+13%	N/A
Piloff (1996)	USA	82-91	48	[-10 ; 0]	N/A	N/A	+1,4%
Houston & Ryngaert (1997)	USA	85-92	209	[-AL; +1A]	-2,4%	+20,4%	N.A
Subrahmanyam et al. (1997)	USA	82-87	263	[-1 ; +1]	-0,9%	N.A	N.A
Barnejee & Cooperman (1998)	USA	90-95	92	[-0 ; 1]	-1,3%	+13,1%	N.A
Toyne & Tripo (1998)	USA	91-95	68	[-1 ; 0]	-2,2%	+10,9%	-0,7%
Cyree & DeGannaro (1999)	USA	89-95	132	[-1 ; 0]	N.S.	N.A	N.A
Kwan & Eisenbeis (1999)	USA	89-96	3844	[-1 ; 0]	NA	N.A	+0,8%
DeLong (2001)	USA	88-95	280	[-10 ; 1]	-1,7%	+16,6%	N.S.
Tourani Rad & Van Beek (1999)	Europe	89-96	73	[-40 ; +40]	N.S.	+5,7%	N.A
Cornett et al. (2003)	USA	88-95	423	[-1 ; +1]	-0,78%	N.A	N.A
Cybo Ottone & Murgia (2000)	Europe	87-98	46	[-10 ; 0]	N.S	+16,1%	+4,0%
Becher(2000)	USA	80-97	558	[-30 ; +5]	-0,1%	+22,6%	+3,0%
Brewer et al. (2000)	USA	90-98	327	[0 ; 1]	NA	+8,3%	N.A
Houston et al. (2001)	USA	85-96	64	[-4L ; 1A]	NA	N.A	+3,1%
Kane (2000)	USA	91-98	110	[0]	-1,5%	+11,4%	N.A
Karceski et al. (2004)	Norvège	83-96	39	[-7 ; 0]	N.S	+8,4%	N.A
Zollo & Leshchinskii (2000)	USA	77-98	579	[-10 ; +10]	NA	N.A	N.A
Beitel et Schiereck (2001)	Europe	87-00	98	[-20 ; +20]	N.S	16%	1,29%
Campa et Hernando (2005)	Europe	98-02	66	[-30 ; +30]	-2,37%	+5,43%	N.A
Ekkayokaya et al. (2007)	Europe	90-04	963	[-1 ; +1]	N.S	N.S	N.S
Fritsch et al. (2007)	CEE	90-05	56	[-20 ; +20]	N.S	N.A	N.A
Lensink et al. (2008)	Europe	96-04	75	[-20 ; +20]	+0,2%	N.A	N.A

Source : D'après Patick Beitel et Dirk Schiereck (2001) complété par nos soins

Les opérations de fusions et acquisitions bancaires européennes sont-elles réellement destructrices de valeur ? Pourquoi le nombre de fusions et acquisitions continue d'augmenter si ces dernières semblent détruire de la valeur ? Quel type de cible est susceptible de créer de la valeur lors des opérations de fusions et acquisitions ?

A l'issue de la revue de la littérature six hypothèses ressortent, et sont soumises à validation empirique :

- H1 : Les annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008 ont (n'ont pas) un impact positif sur la richesse des actionnaires des banques cibles.
- H2 : Les annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008 ont (n'ont pas) un impact sur la richesse des actionnaires des banques acquéreuses.
- H3 : Les annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008 ont (n'ont pas) un impact sur la richesse des actionnaires des banques combinées.
- H4 : Les annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008 réduisent (ou ne réduisent pas) le risque des banques acquéreuses.
- H5 : Les annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008 réduisent (ou ne réduisent pas) le risque des banques cibles.

Le travail entrepris dans le cadre de ce chapitre se propose de tester successivement ces hypothèses, en analysant la réaction du marché à l'annonce des fusions et acquisitions bancaires européennes sur la période 1997-2008. L'étude se donne également comme objectifs tout d'abord de relever le (s) principal (aux) élément(s) explicatif (s) de la performance des banques acquéreuses.

Pour ce faire, une étude d'événements est conduite sur la base d'un échantillon de 97 banques qui ont été impliquées dans des opérations de fusions et acquisitions de janvier 1997 à décembre 2008. Cette méthodologie s'appuie sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces ou à des événements qui sont supposés affecter la performance future des banques.

Ce chapitre est organisé en trois sections. La première définit la démarche de l'étude, à savoir la méthode de collecte des données, les échantillons obtenus et les modèles d'estimation des rendements anormaux (Section 1).

La section suivante présente les résultats relatifs l'impact de l'annonce des fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires et sur la volatilité des titres des banques impliquées, obtenus à partir des études d'événements (Section 2).

La dernière section complète le travail par l'interprétation des résultats obtenus, à travers notamment une régression linéaire concernant les déterminants des rendements anormaux des banques acquéreuses autour de la date d'annonce (Section 3).

Section 1. Paramètre de l'étude et modèle d'estimation des rentabilités anormales

L'étude d'événements consiste à vérifier de façon empirique l'impact de l'occurrence d'un événement économique donné sur le prix des actions d'une banque. Les hypothèses nulles (H_0) et alternatives (H_1) habituellement utilisées sont les suivantes :

$$H_0: E(R_i|y_i) - (R_i) = E(\varepsilon_i|y_i) = 0 \quad \forall y_i$$

$$H_1: E(R_i|y_j) - (R_i) = E(\varepsilon_i|y_j) \neq 0 \quad \forall y_i$$

où R_i désigne la rentabilité du titre i durant la période d'évènement; $E(R_i)$, l'espérance du rendement du titre i ; y_i , l'information qui est susceptible d'influencer le titre i durant la fenêtre d'évènement ; $E(R_i|y_i)$, l'espérance du rendement du titre i conditionnelle a l'information contenue dans la fenêtre d'évènement et ε_i , le rendement anormal du titre i .

L'hypothèse alternative H_1 stipule qu'un événement donne ne possède aucun contenu informationnel y_i que lorsque le rendement anormal du titre i est différent de zéro.

Pour tester cette hypothèse, la démarche consiste au préalable (1), a constituer des échantillons homogènes (2) et a spécifier les modèles de calculs et de tests des rendements anormaux (3).

1. Construction et description de l'échantillon

Finalement, la collecte des données a permis de constituer un échantillon assez large comprenant l'ensemble des annonces de fusions et acquisitions réalisées par les banques européennes au sein de l'Union européenne de janvier 1997 à décembre 2008.

Tableau 12 : Nombre de banques acquéreuses et cibles

Pays	Nombre de banques acquéreuse	Part relative (%)	Nombre de banques cibles	Part relative (%)
France	6	13,33	3	6,52
Italie	8	17,77	7	15,21
Espagne	8	17,77	5	10,86
Allemagne	6	13,33	5	10,86
Belgique	2	4,44	1	2,22
Pays-Bas			1	2,17
Grèce		2,22	1	2,17
Finlande	2	4,44		
Suède	3	6,66	2	4,34
Royaume-Uni	5	11,11	5	10,86
Norvège	4	8,88	3	6,52
Suède	2	4,44	2	4,34
Autriche	1	2,22		
Luxembourg			1	2,17
République d'Irlande			2	4,34
République Tchèque			2	4,34
Pologne			1	2,12
Danemark			4	8,69
Total	47	100%	45	100%

Les banques italiennes et espagnoles sont les plus concernées dans notre échantillon par les F&A sur la période étudiée. Les banques italiennes du côté des acquéreurs (17,77% de l'échantillon des acquéreurs) ou du côté des cibles (15,21% de l'échantillon des cibles). Les banques françaises (17,77% coté acquéreurs et pour les banques 10,86%). Les années 1999, 2007 et 2008 sont celles qui sont concernées par le plus grand nombre d'opérations dans l'échantillon. Le tableau ci-après dresse un descriptif des opérations de fusions et acquisitions de notre échantillon par année et selon qu'il s'agit de transactions domestiques ou transfrontalières.

Tableau 13 : Répartition des opérations de fusions et acquisitions par année selon l'orientation géographique

Années	Total par années	F&A domestiques	F&A transfrontalières
1997	1	1	0
1998	1	1	0
1999	7	5	2
2000	3	0	3
2001	4	2	2
2002	5	4	1
2003	2	2	0
2004	3	0	3
2005	2	0	2
2006	4	2	2
2007	3	2	1
2008	10	6	4
Total	45	25	20

Il ressort du tableau que dans notre échantillon, les opérations transfrontalières sont moins nombreuses que les opérations domestiques (55% des opérations de fusions et acquisitions sont faites à l'intérieur des frontières nationales).

Tableau 14: Répartition des banques (fusions et acquisitions transfrontalières)

Pays	Nombre de banques acquéreuse	Part relative (%)	Nombre de banques cibles	Part relative (%)
France	5	21,73	1	4,72
Italie	2	8,69	1	4,76
Espagne	3	13,04		
Allemagne	2	8,69	1	4,76
Belgique	2	8,69	1	4,76
Pays-Bas			1	4,76
Grèce			2	9,52
Finlande	2	8,69		
Royaume-Uni	2	8,69	5	23,80
Norvège	1	4,34		
Suède	3	13,04	2	9,52
Autriche	1	4,34		
Luxembourg			1	4,76
République d'Irlande			1	4,76
République Tchèque			2	9,52
Pologne			1	4,76
Danemark			3	14,28
	23	100	22	100

Quatre types de données ont été collectés pour cette thèse : les données relatives aux caractéristiques de chaque transaction (valeur de l'opération, méthode de paiement retenue et type de transaction), les données relatives aux banques initiatrices et cibles (cours boursiers, performance avant acquisition, taille), et les données relatives aux caractéristiques des banques cibles (statut, taille, pays).

Le tableau suivant décrit l'ensemble de nos données et les différentes sources d'information associées à chacune d'entre elles.

Tableau 15: Sources d'information des différentes données de notre recherche

Source d'information	Types de données	Description des données
Thomson One Banker	Données relatives aux caractéristiques de la transaction	Date d'annonce officielle de la transaction Valeur de la transaction Pays de la banque cible Pays de la banque acquéreuse
Datastream	Données relatives aux banques cibles et acquéreuses	Cours boursiers de la cible et de l'acquéreur L'indice de référence Dj Stoxx 50, Dj Stoxx Bank
Bankscoop	Données relatives aux ratios de la cible et l'acquéreur	ROE ROA Taille du bilan Capitalisation boursière etc.

Les bases de données *Thomson One Banker* et *Datastream* offrent la plus grande partie des informations exploitées dans ce travail. Ainsi, nous y avons relevé toutes les caractéristiques relatives aux transactions, comme la méthode de paiement, la valeur de la transaction, la date de l'annonce, etc.

Tableau 16 : Échantillon de l'étude

Acquéreur	Cible	Date	Montant (mil \$)	Pays cible	Pays acquéreur
Alandsbanken Abp	Kaupthing Bank Sverige	18/12/2008	48,7	Suède	Finlande
BNP Paribas SA	Fortis Bank SA/NV	06/10/2008	12765,28	Belgique	France
Banco Popular Espanol SA	Banco de Credito Balear SA	25/09/2008	144,98	Espagne	Espagne
Banco Popular Espanol SA	Banco de Galicia SA	25/09/2008	49,79	Espagne	Espagne
Svenska Handelsbanken	Lokalbanken Nordsjaellen	15/09/2008	152,05	Danemark	Suède
Lloyds TSB Group Plc	HBOS Plc	17/09/2008	25 439,45	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Nykredit Realkredit A/S	Forstaedernes Bank A/S	17/09/2008	375,19	Danemark	Danemark
Deutsche Bank AG	Deutsche Postbank AG	15/09/2008	3 839,04	Allemagne	Allemagne
BPER	Meliorbanca SpA	25/08/2008	439,96	Italie	Italie
Banco Santander SA	Alliance&Leicester Plc	14/07/2008	2517,95	Royaume-Uni	Espagne
Defpa BK Plc	Hypo Real Estate Holding AG	23/07/2007	7847,11	République-Irlande	Allemagne
Unicredito Italiano SpA	Capitalia SpA	15/05/2007	29 528,09	Italie	Italie
RFS Holdings BV (Fortis, RBS,BSCH)	ABN-AMRO Holding NV	25/04/2007	98189,19	Pays-Bas	Royaume-Uni Belgique Espagne
Banche Popolari Unite Scrl	Banca Lombarda e	14/11/2006	7 801,46	Italie	Italie
Banca Intesa SpA	SanPaolo IMI SpA	26/08/2006	37 624,24	Italie	Italie
Crédit-Agricole SA	Emporik Bank SA	13/06/2006	2 650,24	Grèce	France
BNP-Paribas SA	Banca Nazionale del Lavoro	03/02/2006	5 944,13	Italie	France
Unicredito Italiano SpA	Bayerische Hypo- und Vereins	30/06/2005	1 8256,50	Allemagne	Italie
Unicredito Italiano SpA	Bank Austria Creditanstalt AG	12/06/2005	3 268,41	Autriche	Italie
Almanij NV	Kredietbank Luxembourg	23/12/2004	785,40	Luxembourg	Belgique

Banco Santander Central Hipano SA	Abbey National Plc	23 /07/2004	15 787,49	Royaume-Uni	Espagne
Societe Generale SA	General Hellenic Bank	01/19/2004	110,15	France	Greece
Banco de Sabadell SA	Banco Atlantico SA	19/12/2003	1 840,57	Espagne	Espagne
Den Norske Bank	Gjensidige NOR ASA	18/03/2003	3 805,84	Norvège	Norvège
Den Norske Banken Corporate	Nordlandsbanken A/S	20/12/2002	147,95	Norvège	Norvège
Credit Agricole	Credit Lyonnais SA	16/12/2002	16 242,82	France	France
Banca Popolare di Bergamo	Banca Popolare Commercio	15/12/2002	1 306,36	Italie	Italie
Deutsche Hypothekenbank	Rheinische Hypothekenbank	30/10/2001	1 831,94	Allemagne	Allemagne
Nordea AB	Petrobank(LG Group)	05/07/2002	53,39	Poland	Sweden
Société Générale	Komercni Banka AS	28/06/2001	1 020,00	République Thèque	France
Halifax Group PLC	Bank of Scotland PLC	04/05/2001	14 904,44	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Svenska handelsbanken AB	Midtbank A/S	11/04/2001	262,55	Danemark	Suède
Allianz AG	Dresdner Bank AG	01/04/2001	19 655,94	Allemagne	Allemagne
Bayerische Hypo-Vereins	Bank Austria AG	22/07/2000	7317,01	Autriche	Allemagne
MeritaNordbanken	Unidanmark A/S	06/03/2000	4 425,78	Danemark	Finlande
HSBC Holdings PLC {HSBC}	Crédit Commercial de France	01/04/2000	11 100,00	France	Royaume-Uni
Royal Bank of Scotland Group	National Westminster Bank	29/11/1999	38 412,86	Royaume-Uni	Royaume-Uni
Erstate Bank der	Ceska Sporitelna Savings Bank	29/10/1999	527,91	République Thèque	Autriche
Banca Intesa SpA	Banca Commerciale Italiana	31/05/1999	12 790,63	Italie	Italie
Svenska Handelsbanken	Bergensbanken ASA	03/05/1999	182,73	Suède	Norvège
BNP	Paribas SA	09/03/1999	12 531,31	France	France
Banco Santander SA	Banco C Hispanoamericano	15/01/1999	11 320,76	Espagne	Espagne
Storebrand ASA	Finansbanken ASA	06/01/1999	189,37	Norvège	Norvège
Banco de Santander SA	Banesto	19/02/1998	3 849,77	Espagne	Espagne
Bayerische Vereinsbank AG	Bayerische Hypotheken	21/07/1997	7 001,15	Allemagne	Allemagne

Source : Thomson One Banker, 2010

2. Spécification du modèle d'estimation des rendements anormaux

Une fois les annonces collectées et les échantillons constitués, l'étude d'évènement est mise en place afin d'apprécier la réaction du marché aux annonces de fusions et acquisitions. La mesure de l'impact d'une annonce se fait à travers le calcul des rentabilités anormales autour de la date d'annonce. L'étude du rendement anormal moyen sera complétée par une étude des rendements anormaux moyens cumulés. Cette dernière permet d'examiner l'impact des annonces sur la richesse des actionnaires. Les rentabilités ont été estimées sur une période allant de 255 jours à 19 jours avant la fenêtre événement.

Les rentabilités sont indexées à un indice temporel noté τ . $\tau = 0$ désigne la date d'évènement. $t_1 \leq \tau \leq t_2$ désigne le début et la fin de la fenêtre de l'évènement ; $t_0 < t_1$ le début de la fenêtre d'estimation. $t_1 - 1$ La fin de la fenêtre d'estimation, $m_1 = t_1 - t_0$ le nombre de jours de la fenêtre d'estimation et enfin $m_2 = t_2 - t_1 + 1$ le nombre de jours de la fenêtre d'évènement.

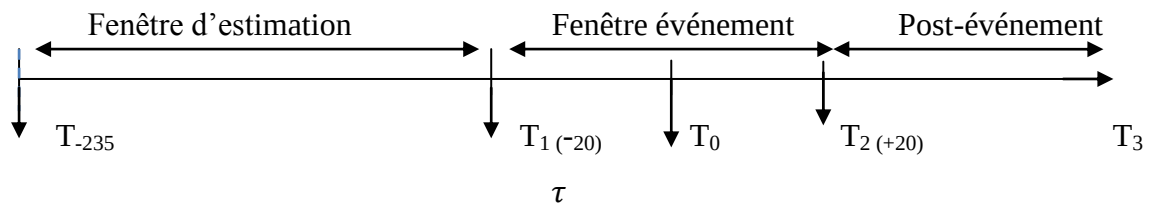


Figure 36: Les différentes fenêtres d'évènement étudiées

Une fois l'évènement et sa date de réalisation identifiée, on choisit comme période d'évènement un intervalle $X = [t_1 + 1, \dots, t_2]$, centré sur cette date. En dehors de cet intervalle les taux de rentabilité sont supposés normaux. L'appréciation de la réaction du titre à un évènement passe par l'analyse des rentabilités observées sur l'intervalle I.

La rentabilité anormale (AR) de chaque banque correspond à la rentabilité en excès provoquée par l'annonce. Elle est la différence entre la rentabilité observée et la rentabilité théorique qui aurait du se produire en l'absence de l'opération de F&A. Cette rentabilité théorique est estimée par régression en série temporelle sur la période d'estimation afin que les paramètres du modèle ne soient affectés par la survenance de l'évènement [-255, -21].

Le modèle de marché suppose que la rentabilité attendue d'un titre donné est fonction linéaire de la rentabilité de l'indice de marché à la même date. Pour le titre i à la date t , on a :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : est le rendement du titre pendant la période t ,

R_{mt} : le rendement du marché pendant la période t ,

ε_{it} : désigne le terme d'erreur (ou perturbation).

Les paramètres du modèle sont α_i et β_i et on suppose que R_{mt} est une variable observée sans erreur c'est-à-dire une variable certaine. R_{mt} est indépendante du terme d'erreur ε_{it} . La variable R_{it} est variable aléatoire. Les rentabilités anormales (AR) sont obtenues de la manière suivante

Pour un titre i à la date t , on a :

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

R_{it} est la rentabilité du titre observée au jour, $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les paramètres de la droite de régression représentant le modèle de marché pour le titre i . R_{mt} est la rentabilité de l'indice de marché Dow Jones Stoxx Bank au jour t . Les paramètres de régression ont été estimés sur une période de 255 jours et 21 jours avant la date d'événement. La période d'événement s'étend de -20 jours à +20 jours autour de la date d'annonce et 0 constitue la date d'annonce (l'intervalle de temps unitaire retenu pour l'étude est ici la journée afin de visualiser avec plus de précision le jour où l'annonce produit ses effets. Les rentabilités anormales cumulées sont aussi calculées sur les intervalles $[-20,0]$, $[-5,5]$, $[-1,0]$, $[-1,1]$ $[-10,1]$ $[-10,10]$, et $[-20,20]$.

La première phase de notre travail à consister à identifier la date d'acquisition qui est pour nous celle de la date d'annonce officielle publiée sur *Datastream*. La seconde phase de notre recherche à consister à évaluer la rentabilité théorique des cours des actions de notre échantillon. Nous avons effectué la collecte des cours boursiers des différentes banques ajustés avec les dividendes de la valeur de l'indice Dow Jones Stoxx 50 sur 235 jours antérieurs à la date d'annonce officielle.

La rentabilité du titre (R_{it}) et de l'indice de marché (R_{mt}) calculé :

$$(72) \quad E[R_{it}] = \frac{R_{it} - R_{it-1} + D_{it}}{R_{it-1}} * 100$$

$$(73) \quad R_{mt} = \frac{R_{mt} - R_{mt-1}}{R_{mt-1}} * 100$$

Il permet de mettre en évidence le coefficient bêta (β_i) ou sensibilité du taux de rentabilité de l'action par rapport aux fluctuations du taux de rentabilité de l'indice de marché.

$\alpha_i = R_{it} - \beta_i R_{mt}$ et β_i la sensibilité du taux de rentabilité d'une action par rapport aux fluctuations du taux de rentabilité de l'ensemble du marché. Il est estimé de façon historique en effectuant une régression linéaire des taux de rentabilité de l'action i sur ceux de l'indice de marché (DJ Stoxx 50) :

$$\beta_i = \frac{cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$$

R_{mt} est la rentabilité de l'indice de marché (Dj Stoxx Bank) à la date t .

Les hypothèses que nous souhaitons tester concernent la nullité des rentabilités anormales pour chaque date de la fenêtre événement $[-20, 20]$ et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période $[t_1, t_2]$.

Nous avons utilisé trois méthodes statistiques : deux sont des tests paramétriques et un non paramétrique. Pour tester la significativité des rentabilités anormales moyennes nous avons utilisé les Brown et Warner⁴⁴ [1980] et Brown et Warner⁴⁵ [1985] suggèrent d'utiliser la variance située sur la période d'estimation et on a :

$$(5) \quad \hat{\sigma}_{AAR}^2 = \frac{\sum_{t=t-235}^{t-21} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{235 - 2}$$

⁴⁴ Brown S. et Warner J.[1980] -“ Measuring security price performance”- Jour of *Financial Economics*, vol.8, p.205-258.

⁴⁵ Brown S. et Warner J.[1980] -“Using daily stock returns, the case of event studies” – Journal of *Financial Economics*, vol. 14, p.3-31.

$$\hat{s}(AAR_{\tau}) = \sqrt{\frac{1}{233} \sum_{\tau=t-256}^{t-21} (AAR_{\tau} - \overline{AAR})^2}$$

$$\overline{AAR} = \frac{\sum_{\tau=t-235}^{t-21} AAR_{\tau}}{235}$$

La statistique t pour le jour τ de la fenêtre d'événement est :

$$T_{BW} = \frac{AAR_{\tau}}{\hat{s}(AAR_{\tau})}$$

La statistique de significativité des rentabilités anormales cumulées est déterminée comme suit :

$$t = \frac{CAAR_i(\tau_1, \tau_2)}{\sqrt{(\tau_2 - \tau_1 + 1)\hat{\sigma}_{AAR}}}$$

Notons que dans le test ci-dessus la variance est estimée hors événement en effet, les variances peuvent subir temporairement des modifications. La méthode qui est utilisée pour résoudre le problème est celle des rentabilités anormales standardisées de Patell⁴⁶ (1976).

Les rentabilités anormales standardisées sont estimées en divisant la rentabilité anormale du pour chaque titre par l'estimateur de leur écart-type :

$$SAR_{i\tau} = \frac{AR_{i\tau}}{\hat{\sigma}_{i\tau}}$$

Avec

$$\hat{\sigma}_{i\tau} = \hat{\sigma}_{\varepsilon_t}^2 \left[1 + \frac{1}{234} + \frac{(R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{k=-265}^{-21} (R_{mk} - \bar{R}_m)^2} \right]$$

$\hat{\sigma}_{i\tau}$ est l'estimateur de maximum de vraisemblance de la variance. Sous l'hypothèse chaque

⁴⁶ Patell J. [1976] – Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior : empirical tests” – Journal of Accounting Research, vol. 14, n°3, p, 246-276.

$SAR_{i\tau}$ suit un Student avec $N-2$ degrés de liberté.

$R_{m\tau}$ est la rentabilité de l'indice de marché pour le jour événement τ ;

R_{mk} est la rentabilité de l'indice de marché pour le jour k ;

$\bar{R}_m$ est la rentabilité de l'indice de marché calculée sur la fenêtre d'estimation $[-265, -21]$

Sous l'hypothèse nulle, la statistique T_P est :

$$T_P = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N SAR_{i\tau}$$

La statistique des rentabilités anormales cumulées standardisées est la suivante :

$$T_{P(\tau_1, \tau_2)} = \frac{1}{\sqrt{(\tau_1 - \tau_2 + 1) \frac{T-2}{T-4}}} \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} SAR_{i\tau}$$

Cependant le T-test de Patell (1976) et de Brown et Warner (1980,1985) ne sont pas performants en cas de non-normalité de la distribution des titres. Conscient de ce problème nous avons utilisé un test non-paramétrique en l'occurrence le test de signe. Le test de signe permet de tester l'importance des rentabilités anormales positives par rapport à celles négatives. La statistique est définie comme suit :

$$T_{signe} = \frac{N^+ - \frac{(N^+ + N^-)}{2}}{\sqrt{\frac{(N^+ + N^-)}{4}}} \rightarrow N(0,1)$$

N^+ et N^- étant les nombres de rentabilités anormales strictement positives et négatives à une date donnée.

Enfin pour mesurer l'impact global de l'événement, les rentabilités anormales moyennes sont cumulées afin d'obtenir les rentabilités anormales moyennes cumulées (*CAAR – Cumulate Average Abnormal return*) .

$$CAAR_{\tau} = \sum_{\tau=-20}^{20} AAR_{\tau}$$

Ce dernier calcul permet de suivre l'impact de l'évènement étudié au cours du temps et est surtout utile quand l'incertitude portant sur la date d'annonce est relativement grande.

Les rendements anormaux moyens cumules sont également soumis aux mêmes tests (tests paramétriques et non paramétriques)

Section 2. Impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires sur la richesse des actionnaires

Nous allons présenter les principaux résultats relatifs à l'étude d'événements. Ces résultats se présentent sous deux formes: les graphiques retracent l'évolution des rentabilités anormales moyennes (AAR) et des rentabilités anormales moyennes cumulées (CAAR) sur les fenêtres d'événement ; les tableaux présentent les significativités des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales moyennes cumulées, calculées à partir des tests paramétriques et des tests non paramétriques.

Les rentabilités anormales moyennes ont pour but de rechercher l'impact de la l'annonce de l'opération de fusion et acquisition pour un jour donné de la date d'événement. L'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées au cours de la fenêtre d'événement permet, quant a elle de mesurer globalement l'impact de l'événement sur l'ensemble de la fenêtre d'événement. L'amplitude de la période d'analyse de l'impact est de 41 jours (avec 20 jours précédant et 20 jours suivant la date d'annonce) qui permet d'identifier les anticipations et les corrections éventuelles du marché boursier.

Dans ce qui suit nous allons mesurer la performance des banques cibles (1), acquéreuses (2) et de l'entité combinée (3) suite aux annonces de fusions et acquisitions bancaires.

1. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires des banques cibles

L'analyse visuelle de la figure 37 et la lecture des tableaux 20, 21 et 22 montrent que les annonces de fusions et acquisitions bancaires ont un impact positif sur la richesse des actionnaires des banques cibles.

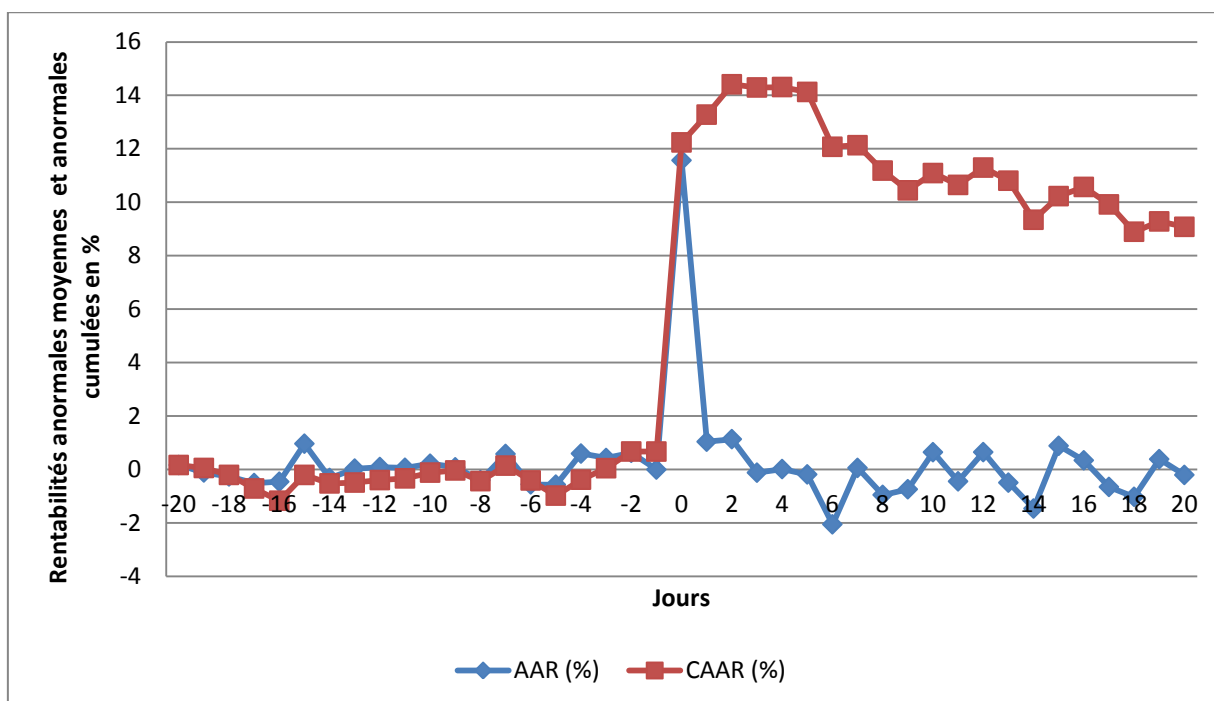


Figure 37- Rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées des banques cibles sur la fenêtre [-20;20]

Le tableau 20 synthétise le résultat concernant les banques cibles de notre échantillon. En ce qui concerne les rentabilités anormales moyennes, les statistiques sont unanimes : les rendements cumulés moyens sur la période d'étude prouvent bien l'existence d'un impact positif sur la rentabilité des actionnaires des banques cibles.

Tableau 17: Rentabilités anormales moyennes et rentabilités anormales moyennes cumulées des banques cibles

Jours	AAR (%)	t-Student	CAAR (%)	t-Student
-20	0,16707	0,08639425	0,16707	0,02767226
-19	-0,11135	-0,05758065	0,055714	0,00922806
-18	-0,25981	-0,13435141	-0,20409	-0,03380398
-17	-0,50673	-0,26203722	-0,71082	-0,11773504
-16	-0,45785	-0,23676068	-1,16868	-0,19357164
-15	0,96485	0,49893752	-0,20383	-0,03376092
-14	-0,31761	-0,1642406	-0,52145	-0,08636918
-13	0,032721	0,01692049	-0,48873	-0,08094967
-12	0,092152	0,0476531	-0,39658	-0,06568662
-11	0,063918	0,0330529	-0,33266	-0,05509938
-10	0,215438	0,11140602	-0,11722	-0,01941547
-9	0,080983	0,04187745	-0,03624	-0,00600253
-8	-0,39959	-0,20663362	-0,43583	-0,0721877
-7	0,581049	0,30046862	0,14521	0,02405153
-6	-0,55558	-0,28729824	-0,41037	-0,0679707
-5	-0,56656	-0,29297615	-0,97693	-0,16181156
-4	0,596033	0,30821706	-0,3809	-0,0630895
-3	0,428963	0,22182281	0,04805	0,00795865
-2	0,624773	0,32307892	0,67283	0,11144266
-1	-0,00253	-0,0013083	0,67029	0,11102195
0	11,56756	5,98174815***	12,2378	2,02697998**
1	1,040493	0,53805358	13,2783	2,19932081**
2	1,134797	0,58681951	14,4131	2,38728081**
3	-0,11907	-0,06157277	14,294	2,36755396**
4	0,015779	0,00815954	14,3098	2,37017095**
5	-0,1835	-0,09489043	14,1263	2,33977735**
6	-2,05191	-1,06107155	12,074	1,99984934*
7	0,059127	0,0305754	12,13356	2,00971443*
8	-0,949928	-0,49122114	11,1836	1,85236998*
9	-0,73931	-0,38230761	10,4443	1,72991771*
10	0,646899	0,33452058	11,0912	1,83706551*
11	-0,443741	-0,22946472	10,64747	1,76356931*
12	0,649442	0,3358356	11,29691	1,87113782*
13	-0,491723	-0,25427689	10,80519	1,7896929*
14	-1,461334	-0,75567639	9,343857	1,54764836
15	0,884901	0,45759477	10,22876	1,69421724*
16	0,342783	0,17725792	10,57154	1,75099282*
17	-0,65332	-0,33784097	9,918212	1,64278033
18	-1,02189	-0,52843371	8,896317	1,47352109
19	0,386036	0,19962465	9,282353	1,53746128
20	-0,20316	-0,1050569	9,079185	1,50381002

, *résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%

AAR : Rentabilité anormale moyenne, CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ; Stat_ T_{BW} : statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés, Stat_ T_p : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés, Stat_ T_{Signe} : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

Comme le test de signe a tendance à rejeter assez souvent l'hypothèse nulle lorsque les rentabilités anormales sont négatives (Brown et Warner (1980), on procède à la comparaison du test de signe au test paramétrique pour mieux apprécier la significativité des rentabilités anormales. Les statistiques TBW, TP et Tsigne indiquent une création de valeur significative de 11,56% au jour de l'annonce des fusions et acquisitions.

Tableau 18 : rentabilités anormales moyennes et rentabilités anormales moyennes cumulées des banques avec différents tests statistiques

Jours	AAR (%)	Stat_T _{BW}	Stat_T _p	Stat_T _{signe}	CAAR (%)	Stat_T _p	Stat_T _{BW}
-20	0,16707	0,334139	-0,106247	-1,279204	0,16707	0,033324	-0,002415
-19	-0,111356	-0,222711	-0,771046	-2,182179**	0,055714	0,008815	-0,028205
-18	-0,259812	-0,519624	-0,674239	-1,745743*	-0,204098	-0,033231	-0,061091
-17	-0,506731	-1,013461	-1,449256	-3,491486***	-0,710829	-0,118053	-0,136435
-16	-0,457859	-0,915717	-1,692865*	-2,182179**	-1,168688	-0,184602	-0,238592
-15	0,96485	1,929699* *	3,14936***	0,220863	-0,203838	-0,036505	-0,085993
-14	-0,317616	-0,63523	-1,316252	-3,234983***	-0,521454	-0,077395	-0,172051
-13	0,032721	0,065442	0,513065	-0,426401	-0,488733	-0,0628	-0,150941
-12	0,092152	0,184304	-0,049101	-2,910428***	-0,396581	-0,049529	-0,163445
-11	0,063918	0,127835	0,797528	-1,897367*	-0,332663	-0,041553	-0,114953
-10	0,215438	0,430875	2,632818***	-0,872872	-0,117225	-0,008031	0,077943
-9	0,080983	0,161965	0,252415	-1,668115*	-0,036242	-0,000172	0,101287
-8	-0,399594	-0,79918	-0,683868	-1,279204	-0,435836	-0,056602	0,049369
-7	0,581049	1,162098	2,593536***	0,210819	0,145213	0,05402	0,271838
-6	-0,555586	-1,111172	-1,412622	-2,740641***	-0,410374	-0,047239	0,157004
-5	-0,566565	-1,13313	-1,047239	-0,632456	-0,976939	-0,158605	0,066925
-4	0,596033	1,192066	2,13834**	-1,104315	-0,380906	-0,053132	0,269414
-3	0,428963	0,857926	1,198853	-0,632456	0,048057	0,006192	0,392852
-2	0,624773	1,249545	3,331253***	1,705606*	0,67283	0,132394	0,733716
-1	-0,002538	-0,005076	1,31976	-0,210819	0,670292	0,147473	0,886951
0	11,56756	23,1351***	65,90623***	2,319004***	12,23785	2,126806**	7,774726***
1	1,040493	2,080986* *	3,248603***	0,426401	13,27835	2,308631*	8,304077***
2	1,134797	2,26959**	3,045838***	2,803652***	14,41314	2,512381***	8,82278***
3	-0,119074	-0,238147	-0,09462	-0,436436	14,29407	2,434985***	9,002001***
4	0,015779	0,031558	1,142165	-1,309307	14,30985	2,414803***	9,317454***
5	-0,183501	-0,367002	-1,197475	-0,970143	14,12635	2,343746***	9,363168***
6	-2,051915	-4,103829***	-6,164037***	-4,196398***	12,07443	2,004431**	8,813404***
7	0,059127	0,1182541	-0,012906	-0,662589	12,13356	2,011595**	8,973579***
8	-0,949928	-1,899856*	-2,832124***	-1,745743*	11,18363	1,83523*	8,785702***
9	-0,739319	-1,4786375	-2,19817**	-2,319004***	10,44431	1,69164*	8,662192***
10	0,646899	1,2937989	0,970183	-2,803652***	11,09121	1,775796*	8,928177***

11	-0,443741	-0,8874821	-1,721859*	-0,426401	10,64747	1,708399*	8,849609***
12	0,649442	1,2988847	1,569179	-0,426401	11,29691	1,828659*	9,191743***
13	-0,491723	-0,9834466	-1,054323	-2,618615***	10,80519	1,76419*	9,190215***
14	-1,461334	-2,922667***	-3,518412***	-2,182179*	9,343857	1,508991	8,85119**
15	0,884901	1,76980136*	1,471166	-0,852803	10,22876	1,657446*	9,177411***
16	0,342783	0,6855651	0,776894	-2,618615***	10,57154	1,709055*	9,411431***
17	-0,653329	-1,306657	-1,089677	-1,509659	9,918212	1,5962	9,385062***
18	-1,021895	-2,0437903**	-2,244194**	-3,234983***	8,896317	1,409413	9,189143***
19	0,386036	0,7720721	1,785607*	0,426401	9,282353	1,481285	9,562936***
20	-0,203168	-0,40633559	-0,818031	-1,279204	9,079185	1,442989	9,562659***

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1

AAR : Rentabilité anormale moyenne

CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ;

Stat_ T_{BW} : statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés

Stat_ T_P : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés

Stat_ T_{Signe} : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

Nous trouvons des destructions de valeur significative au sixième, huitième, quatorzième et dix-huitième jour après l'annonce. Cela peut être interprété comme un ajustement du marché le prix d'acquisition étant inconnu. Au terme de la période, c'est à dire en $J=20$, les rendements cumulés moyens (CAAR) s'élèvent à +9,07 %.

En comparant les différentes fenêtres événement : $[-20,0]$, $[-4,0]$, $[-1,0]$, $[-1,1]$, $[-10,1]$, $[-10,10]$ et $[-20,20]$ nous trouvons que la rentabilité anormale cumulée la plus importante est de 13,61%, constatée sur la fenêtre $[-10,1]$.

Tableau 19: Les rentabilités anormales cumulées des banques cibles (CAAR %)

Fenêtre événement	CAAR	Stat_T _{BW}	Stat_T _P	Stat_T _{Signe}
[-20,0]	12,237853	4,436688***	7,358808***	0,308606
[-4,0]	12,693349	2,460216**	31,38772***	2,828427***
[-1,0]	11,077114	1,424986	45,37705***	2**
[0]	11,812443	2,010403**	65,90623***	2,319004**
[-1,1]	12,08698	1,815483*	38,8370***	2,449489**
[-5,5]	6,8282642	1,944815*	21,63950***	4,690415***
[-10,1]	13,611009	2,709144***	22,9006***	4,690415***
[-10,10]	11,423876	1,724073*	13,91479***	6,480740***
[-20,20]	9,0791851	1,654688*	9,562659***	9,486832***

AAR : Rentabilité anormale moyenne ; CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ; Stat T_{BW} statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés ; Stat T_P : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés ; Stat T_{Signe} : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

L'analyse des rentabilités anormales moyennes et de l'effet d'annonce de fusions et acquisitions en T₀ provoque une réaction positive significative des cours de bourse. Ce décalage positif de la rentabilité réelle par rapport à la rentabilité attendue traduit une création de valeur pour les actionnaires de la banque cible qu'induit une annonce de fusion et acquisitions. On peut en déduire que les fusions et acquisitions bancaires européennes sont créatrices de valeur pour les actionnaires des banques cibles.

Tableau 20 : Rentabilités anormales cumulées des banques cibles en comparaison avec des études antérieures

Fenêtre événement	CAAR %	Z-test	Test de signe	DS (2006)	HS (1996)	BSW(2004)
[-20,20]	12,237***	7,358808	0,3086	20,60***		18,16***
[-4,0]	12,693***	31,38772	2,822	15,49***	8,18***	
[-1,0]	11,077***	45,37705	2	13,56***	7,53***	
[0]	11,812***	65,90623	2,31900	12***		
[-1,1]	12,086***	38,8370	2,44948	15,75***	7,30***	15,15***
[-5,5]	6,8282***	21,63950	4,69041	28,89***		
[-10,1]	13,611***	22,9006	4,69041	17,90***	22,22***	
[-10,10]	11,423***	13,9479	6,4807	17,54***		
[-20,20]	9,079***	9,562	9,4863	20,76***		19,68***

*, ***, **** respectivement significatif à 1%, 5% et 10%

DC (2006)= Dirk Schmautzer (2006), HS= Hudgins et Seifert (1996), BSW=Beitel et al (2004)

2. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires des banques acquéreuses

La figure 38 et les tableaux 22 et 23 montrent l'évolution des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses. Les rendements anormaux sont proches de zéro et ne varient que très peu. A la date d'annonce officielle, les rendements anormaux moyens banques acquéreuses ne sont pas significatifs. Malgré cette absence de significativité, les différents tests montrent que les AAR sont positifs au sixième jour avant l'annonce et négatifs au seizième jour avant et sixième jours après l'annonce officielle de l'opération de fusion et acquisition.

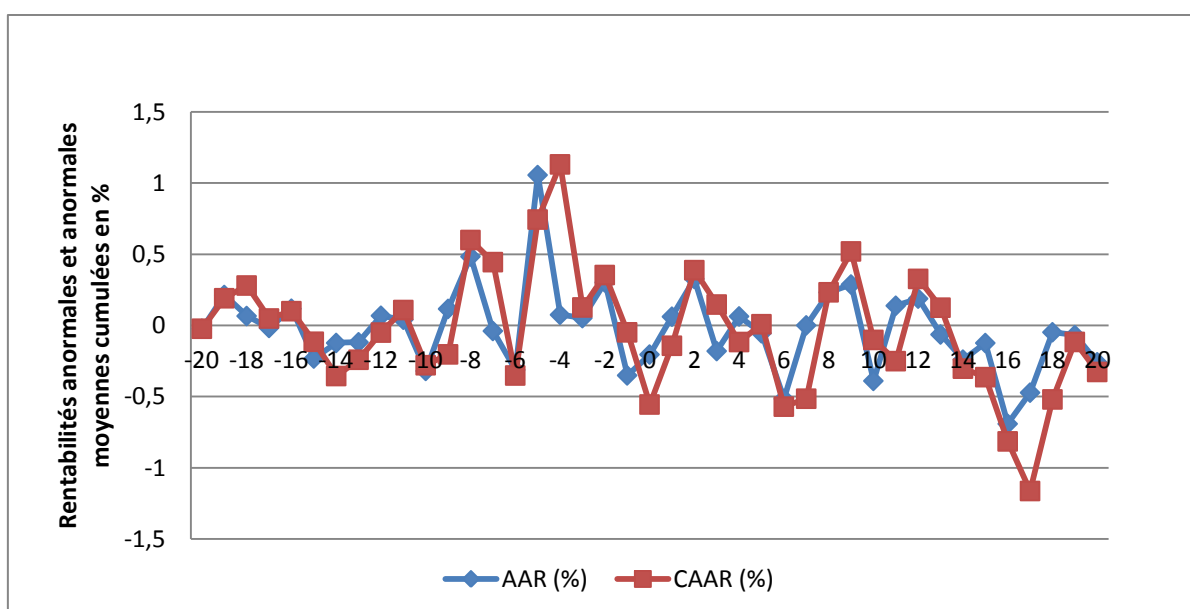


Figure 38- Rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses sur le fenêtre [-20 ;+20]

Tableau 22: Rentabilités anormales moyennes et rentabilités anormales moyennes cumulées des banques acquéreuse sur la fenêtre [-20;+20]

Jours	AAR (%)	Stat_TBW	Stat_TP	Stat_Tsigne	CAAR (%)	Stat_TP	Stat_TBW
-20	-0,022945	-0,076787	0,39918	-1,546041	-0,022945	-0,038011	0,39918
-19	0,214277	0,717089	0,533695	0,426401	0,191332	0,306938	0,659642
-18	0,066521	0,222617	-0,67236	1,546041	0,257853	0,413653	0,150408
-17	-0,017448	-0,058391	0,680223	-0,970143	0,240405	0,385662	0,470369
-16	0,117928	0,394651	0,522139	1,67332	0,358333	0,574844	0,654218
-15	-0,232333	-0,777515	-1,370986	0,942809	0,125999	0,20213	0,037514
-14	-0,122751	-0,410792	-1,531865	-1,309307	0,003249	0,005211	-0,544259
-13	-0,11814	-0,395362	0,138072	1,032796	-0,114892	-0,184311	-0,460292

-12	0,068345	0,228721	1,490873	0,762001	-0,046546	-0,07467	0,06299
-11	0,040223	0,134608	0,423281	0,942809	-0,006323	-0,010144	0,193611
-10	-0,319411	-1,068926	-0,12921	-2,357023***	-0,325735	-0,522549	0,145642
-9	0,116512	0,389913	1,10461	0,917663	-0,209223	-0,335639	0,458315
-8	0,483986	1,619684	2,191362**	1,414214	0,274764	0,440781	1,048109
-7	-0,038875	-0,130097	-0,209019	2,752989***	0,235889	0,378417	0,954121
-6	-0,312446	-1,045617	-1,377896	-2,236068**	-0,076557	-0,122815	0,565997
-5	1,056551	3,535799***	4,148912***	2,618615***	0,979993	1,572122	1,585252
-4	0,075121	0,251395	-0,935553	1,745743*	1,055114	1,692632*	1,311016
-3	0,051642	0,172824	0,278445	-0,679366	1,106756	1,775478*	1,339708
-2	0,302662	1,012874	0,304243	0,894427	1,409419	2,261014**	1,373774
-1	-0,350756	-1,173823	0,30528	0,942809	1,058662	1,698325*	1,407252
0	-0,204248	-0,683527	-1,270332	-2,683282***	0,854414	1,370666	1,096128
1	0,061749	0,206648	1,781771*	-0,917663	0,916164	1,469726	1,450802
2	0,326946	1,094142	1,473473	-0,697486	1,24311	1,994219**	1,726152*
3	-0,179841	-0,601847	-0,481977	-0,220863	1,063269	1,705714*	1,591425
4	0,063638	0,212969	-0,99567	0,447214	1,126907	1,807804*	1,360138
5	-0,054826	-0,183478	0,666597	0,662589	1,072081	1,719852*	1,464455
6	-0,515225	-1,724225*	-1,363392	-1,341641	0,556856	0,8939	1,195*
7	0,000766	0,002565	1,659085	0,426401	0,557623	0,894548	1,467065
8	0,232413	0,777782	1,25446	-0,646997	0,790036	1,26739	1,674496
9	0,287854	0,963316	-0,093252	1,132277	1,07789	1,729169*	1,629326
10	-0,389325	-1,302894	-1,550786	-2,87122	0,688	1,104608	1,324302
11	0,138751	0,464338	0,185646	1,835326*	0,827316	1,327195	1,336263
12	0,188442	0,630629	1,996213	0,917663	1,015758	1,629497	1,663357*
13	-0,063472	-0,212412	1,049714	0,226455	0,952286	1,527674	1,818738*
14	-0,239782	-0,802442	-2,094676**	-3,21182***	0,712504	1,143011	1,438503
15	-0,1233	-0,412631	-0,880879	-0,458831	0,589204	0,945211	1,27157
16	-0,690889	-2,312092**	-2,185063**	-0,5547	-0,101685	-0,163125	0,895046
17	-0,471948	-1,579398	-1,030252	-2,87122***	-0,573633	-0,920232	0,716062
18	-0,047524	-0,159041	0,652476	-1,376494	-0,621157	-0,996471	0,811302
19	-0,068084	-0,227846	-0,060656	0,471405	-0,689241	-1,105692	0,791506
20	-0,258382	-0,864688	-1,937645*	-3,299832***	-0,947623	-1,520193	0,479184

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 10%

En comparant les différentes fenêtres événement nous trouvons que les intervalles dans lesquelles la rentabilité anormale cumulée significativement négatives sont : [-1,0] avec un CAR de -0,55% et [-1,+1] (CAR -0,62). Notons que, pour les 45 banques acquéreuses le résultat sur la période [-20,20] ne présente pas de rentabilités anormales significatives.

Tableau 21 : Rentabilités anormales moyennes cumulées des banques acquéreuses sur la fenêtre [-20; +20]

Fenêtre événement	CAAR	Stat_T _{BW}	Stat_T _P	Stat_T _{Signe}
[-20,0]	0,854	1,94538	1,0961	2,7774**
[-4,0]	-0,092	-0,4473	-0,5275	-2,8284***
[-1,0]	-0,555	-1,8428*	-1,8628*	-2,4494**
[0]	-0,20448	-0,6835	-1,2703	-2,6832**
[-1,1]	-0,6257	-1,8602*	-1,9732**	-1,9908**
[-5,5]	1,0560	1,7404*	-0,2545	1,27920
[-10,1]	0,687	1,19125	1,51473	1,279204
[-10,10]	0,228	0,48668	0,9699	0,426401
[-20,20]	-0,947	0,4791	-1,5201	0,282842

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%

AAR Rentabilité anormale moyenne, CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ; Stat_T_{BW} statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés ; Stat_T1 : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés ; Stat_T3 : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite

Globalement, les rendements anormaux ne sont pas significatifs à l'exception de J-5 (AAR=1,05%), J-16 (AAR=-0,69%). Ces résultats montrent que les fusions et acquisitions n'ont pas d'incidence sur la richesse des actionnaires des banques acquéreuses. Les résultats de ce tableau convergent avec ceux du tableau 19. Ils confirment l'hypothèse nulle de l'absence de rendements anormaux significatifs sur la fenêtre [-20,20].

L'impact des annonces de fusions et acquisition s'avère donc neutre pour les acquéreurs. Notons toutefois que la réaction qui se rapproche le plus du seuil de significativité de 1% est enregistré 5 jours avant la date de l'opération j-5. Ce constat est confirmé par les deux tests de Patell et de Brown et Warner.

Tableau 22: Évolution des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales moyennes cumulées des banques acquéreuses sur la fenêtre [-20; +20]

Jours	AAR (%)	Stat_T _{BW}	Stat_T _P	Stat_T _{signe}	CAAR (%)	Stat_T _P	Stat_T _{BW}
-20	-0,0229	-0,076	0,39918	-1,546041	-0,022	-0,0380	0,399
-19	0,2147	0,7170	0,533695	0,426401	0,191332	0,3069	0,6596
-18	0,0665	0,2226	-0,67236	1,546041	0,280798	0,4136	0,1504
-17	-0,0174	-0,058	0,680223	-0,970143	0,049073	0,3856	0,4703
-16	0,1178	0,3946	0,522139	1,67332	0,10048	0,5748	0,6542
-15	-0,2323	-0,7775	-1,3709	0,942809	-0,1144	0,2021	0,0375
-14	-0,1227	-0,4107	-1,5318	-1,309307	-0,3550	0,0052	-0,5442
-13	-0,1181	-0,3953	0,1380	1,032796	-0,24089	-0,1843	-0,4602
-12	0,0683	0,2287	1,4908	0,762001	-0,0497	-0,074	0,062
-11	0,0402	0,1346	0,42328	0,942809	0,108568	-0,0101	0,1936
-10	-0,3194	-1,0689	-0,12921	-2,357**	-0,27918	-0,5225	0,1456

-9	0,11652	0,3899	1,10461	0,917663	-0,20289	-0,3356	0,45831
-8	0,48398	1,6196	2,1913**	1,414214	0,600498	0,4407	1,04819
-7	-0,0388	-0,1300	-0,2090	2,752***	0,445111	0,3784	0,95411
-6	-0,3124	-1,0456	-1,3778	-2,2360**	-0,3513	-0,1228	0,5659
-5	1,0565	3,535***	4,148***	2,6186**	0,744105	1,5721	1,5855
-4	0,0751	0,2513	-0,9355	1,7457*	1,131672	1,6926	1,3116
-3	0,051	0,1728	0,278445	-0,679366	0,126763	1,7758*	1,3397
-2	0,3026	1,0128	0,304243	0,894427	0,354304	2,261**	1,373
-1	-0,3507	-1,1738	0,30528	0,942809	-0,04809	1,6983	1,4072
0	-0,2042	-0,6835	-1,2703	-2,6832**	-0,55500	1,3706	1,0961
1	0,06179	0,2066	1,7817*	-0,917663	-0,14249	1,4697	1,45082
2	0,32696	1,0941	1,473473	-0,697486	0,388695	1,9941*	1,726*
3	-0,1798	-0,6018	-0,4819	-0,220863	0,147105	1,7057	1,5914
4	0,0636	0,2129	-0,99567	0,447214	-0,11620	1,8074*	1,3601
5	-0,0548	-0,1834	0,666597	0,662589	0,008812	1,7198	1,4644
6	-0,5152	-1,7242*	-1,3633	-1,341641	-0,57005	0,8933	1,174
7	0,0007	0,0025	1,659085	0,426401	-0,51445	0,8945	1,4670
8	0,2324	0,7777	1,25446	-0,646997	0,233179	1,26739	1,6744
9	0,2878	0,9633	-0,0932	1,132277	0,520267	1,729*	1,6293
10	-0,3893	-1,302	1,550786	-2,871***	-0,10147	1,1046	1,32402
11	0,1387	0,4643	0,1856*	1,835326	-0,25057	1,3271	1,3362
12	0,1884	0,6306	1,9962*	0,917663	0,327193	1,62947	1,6633
13	-0,0634	-0,2124	1,049714	0,226455	0,12497	1,5276	1,818*
14	-0,2397	-0,8024	-2,094**	-3,211***	-0,30325	1,14301	1,4385
15	-0,1233	-0,4126	-0,88087	-0,458831	-0,36308	0,9452	1,271
16	-0,6908	-2,3120*	-2,185**	-0,5547	-0,81418	-0,1631	0,8950
17	-0,4719	-1,5793	-1,0302	-2,871***	-1,16283	-0,920	0,71602
18	-0,0475	-0,1590	0,652476	-1,376494	-0,51947	-0,9964	0,8113
19	-0,0680	-0,2278	-0,0606	0,471405	-0,11560	-1,105	0,79150
20	-0,2583	-0,8646	-1,93764	-3,299***	-0,32646	-1,5201	0,47914

Tableau 23: Rentabilités anormales moyennes cumulées en comparaison avec des études antérieures

Fenêtre	CAAR %	DS (2006)	CM (2000)	HS (1996)	BS (2001)	TB	ADS (2002)	BM (2002)	GM (1998)
[-20,20]	0,85	-0,51		-0,45	-0,54				
[-4,0]	-0,09	-0,62		-0,05					
[-1,0]	-0,55*				-0,62	-0,41			-0,29
[0]	-0,20				-0,68	-0,32		0,3	
[-1,1]	-0,62*			0,25		-0,37		-0,90***	-0,32
[-5,5]	1,05 ***					-0,1			
[-10,1]	0,68	-1,04	2			-0,08	- 0,98***		
[-10,10]	0,22	-1							
[-20,20]	-0,94	-0,72							

*, ***, ***** respectivement significatif à 1%, 5% et 10%

DC (2006)= Dirk Schmautzer (2006), ADS= Amihud et al. (2002), BM= Bessler et Murtag (2002), BS (2001)= Beitel et Schiereck (2001), CM= Cybo-Ottone et Murgia (2000), GM= Gleason et Mathur (1998), HS= Hudgins et Seifert (1996), TB= Tourani Rad et Van Beek, VV= Vander Vennet (2002), WM= Waheed et Mathur (1995)

L'absence de significativité enregistrée pour ces deux tests paramétriques peut alors soulever la question de l'efficience des marchés européens. Il semblerait donc contrairement à ce paradigme que ces marchés s'ajustent plus lentement aux flux des nouvelles informations pertinentes et que les prix n'intégraient pas toute l'information disponible.

3. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires les banques combinées

Le graphique de la figure 39 et les tests ci-dessous montrent bien que les opérations de fusions et acquisition sont bien accueillies par le marché. Nous trouvons une rentabilité anormale positive et significative de 0,64% au jour de l'annonce. Les entités combinées gagnent une rentabilité anormale cumulée de 1,98% en $t=20$, ce qui pourrait signifier que les fusions et acquisitions bancaires sont créatrices de valeur.

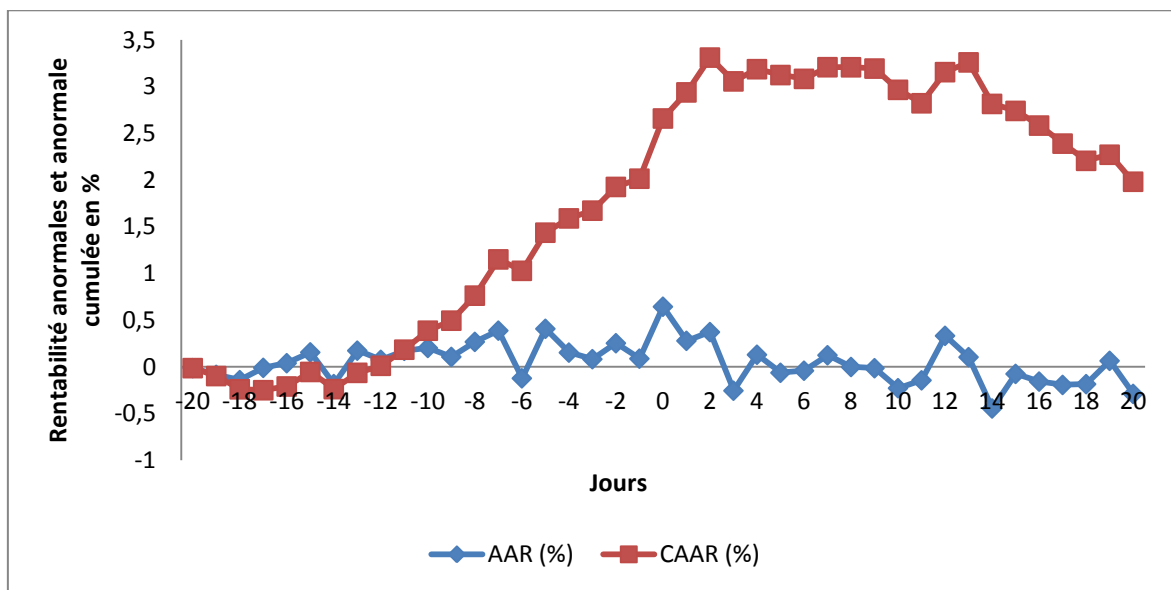


Figure 39: Évolutions des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales moyennes cumulées des banques combinées

Le tableau n°28 présente l'évolution des rendements anormaux moyens et moyens cumulés autour de la date d'annonce, 20 jours avant et 20 jours après.

Tableau 24 : Rentabilités anormales moyennes et anormales moyennes cumulées sur la fenêtre [-20, 20]

Jours	AAR (%)	t-Stat	CAAR (%)	t-Stat2
-20	-0,012939	-0,05887665	-0,01293	-0,00985446
-19	-0,084982	-0,3866957	-0,09792	-0,07462869
-18	-0,141477	-0,6437663	-0,23939	-0,18244856
-17	-0,00996	-0,04532124	-0,24935	-0,19003947
-16	0,039791	0,18106197	-0,20956	-0,15971394
-15	0,155608	0,70806694	-0,05395	-0,04111742
-14	-0,183703	-0,83590832	-0,23766	-0,18113006
-13	0,174035	0,79191578	-0,06362	-0,04848731
-12	0,075717	0,34453694	0,01208	0,00920664
-11	0,172205	0,78358868	0,18429	0,14045468
-10	0,203172	0,92449859	0,38746	0,29529855
-9	0,107317	0,48832721	0,49478	0,37709135
-8	0,267976	1,21937784	0,76276	0,58132948
-7	0,388078	1,76588095	1,15083	0,87709293
-6	-0,1222	-0,55604969	1,02863	0,78395949
-5	0,407807	1,85565431	1,43644	1,09476758
-4	0,153258	0,69737368	1,58969	1,21156544
-3	0,082807	0,37679875	1,6725	1,27467821
-2	0,253708	1,15445381	1,92621	1,46804061
-1	0,088343	0,40198934	2,01455	1,53536801
0	0,644239	2,9314967***	2,65879	2,02636872**
1	0,279205	1,27047344	2,938	2,23916567**
2	0,372635	1,69561028*	3,31063	2,52316169**
3	-0,254524	-1,15816687	3,05611	2,32918196**
4	0,130385	0,5932941	3,18649	2,4285497**
5	-0,062827	-0,28588326	3,12367	2,3806721**
6	-0,040704	-0,18521642	3,08296	2,3496454**
7	0,124742	0,56761662	3,20771	2,4447223**
8	-0,000619	-0,00281665	3,20709	2,44424977**
9	-0,013922	-0,06334962	3,19316	2,43363317**
10	-0,2278	-1,03656399	2,96536	2,26001781**
11	-0,143399	-0,65251203	2,82196	2,15072701**
12	0,332728	1,51402047	3,15469	2,40431367**
13	0,104692	0,4763826	3,25938	2,48410204**
14	-0,444779	-2,02388892**	2,8146	2,14511766**
15	-0,074825	-0,34047805	2,73978	2,08809439**
16	-0,156983	-0,71432364	2,58279	1,96844612*
17	-0,192796	-0,87728442	2,39	1,82151326*
18	-0,18426	-0,83844285	2,20573	1,68107382
19	0,065037	0,29593947	2,27077	1,73064337*
20	-0,28884	-1,31431582	1,98192	1,5104994

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%

AAR : Rentabilité anormale moyenne ; CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ; Stat_TBW statistique correspondant test de

Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés ; Stat_TP : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés ; Stat_TSigne : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

En ce qui concerne les banques combinées, nous trouvons une création de valeur significative de 0,64% au jour de l'annonce. Les entités combinées gagnent une rentabilité anormale cumulée de 1,98% en t=20, ce qui pourrait signifier que les fusions et acquisitions bancaires sont créatrices de valeur.

En comparant les différentes fenêtres événement : [-20,0], [-4,0], [-1,0], [-1,1], [-10,1], [-10,10] et [-20,20] nous trouvons que la rentabilité anormale cumulée la plus importante est de 2,57%, constatée sur la fenêtre [-10,1].

Tableau 25 : Rentabilités anormales moyennes cumulées des banques acquéreuses sur les différentes fenêtre de l'étude

Fenêtre événement	CAAR	Stat_TBW	Stat_TP	Stat_TSigne
[-20,0]	2,65879	2,94378***	1,79645	6,4807***
[-4,0]	1,30098	3,22418***	3,90294***	3,1622***
[-1,0]	0,68606	1,65859	3,25428**	2**
[0]	0,64423	2,87821***	1,85426*	1,9409*
[-1,1]	0,90419	2,17728**	3,50191***	2,4494***
[-5,5]	1,72174	2,84934***	3,48240***	4,6904***
[-10,1]	2,57955	3,26789***	5,21741***	4,6904***
[-10,10]	2,29237	2,49083***	3,35569***	6,4807***
[-20,20]	1,98192	1,87111*	1,72020*	9,4868***

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%

AAR : Rentabilité anormale moyenne

CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ;

Stat_TBW statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés

Stat_Tp : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés

Stat_TSigne : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

Nous trouvons que le cours de l'action de la cible profite fortement de la transaction. Le cours de l'action de l'acquéreur perd en moyenne de la valeur que sur les intervalles $[-1 ; 0]$ et $[-1 ; 1]$, mais sur l'ensemble de la fenêtre d'événement $([-20 ; 20])$, l'effet est non significatif. La raison en est que le marché financier ne juge pas négativement la valeur de ces transactions, mais par le prix d'achat une bonne partie de cette transaction est transférée à la cible.

Après avoir étudié la performance des banques cibles, acquéreuses et combinées nous trouvons que les fusions et acquisitions créent de la valeur mais l'intégralité de la valeur créée par l'offre de l'acquéreur est captée par les actionnaires de la cible. Ces derniers apparaissent comme les grands vainqueurs de l'opération de F&A avec une rentabilité anormale moyenne cumulée de 9,07% au terme de notre période d'étude. Les actionnaires des banques acquéreuses sont, quant à eux, ne sont pas lésés par les opérations des fusions et acquisitions lancées par leurs dirigeants, avec une rentabilité anormale moyenne cumulée non significative de -0,94%. Enfin avec une rentabilité anormale cumulée de 1,98% sur 20 jours autour de la date d'annonce on peut conclure que les fusions et acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires des banques combinées (Cf. figure 40)

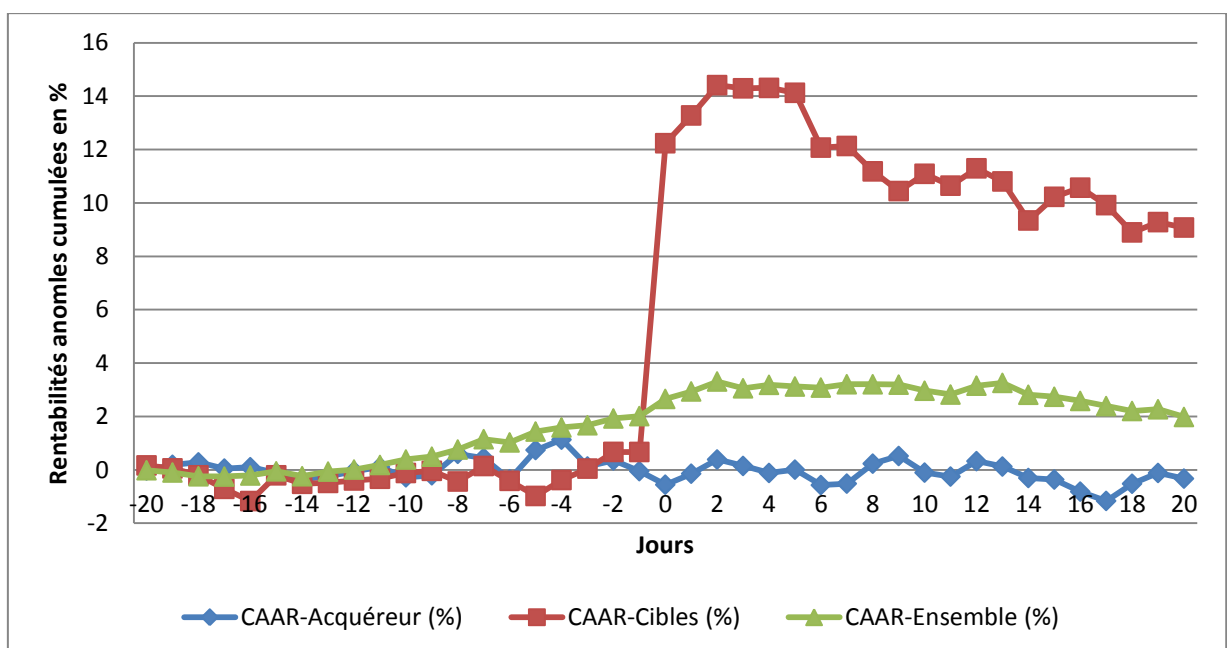


Figure 40- Impact des fusions et acquisitions sur la richesse des actionnaires sur la fenêtre $[-20 ; +20]$ (banque cibles, acquéreuses et combinées)

Tableau 26: Synthèse des résultats obtenus à l'issue des études d'événement selon les différentes fenêtres

Fenêtre événement	Cibles			Acquéreurs			Combinés		
	CAAR	Stat_TBW	Stat_TP	CAAR	Stat_TBW	Stat_TP	CAAR	Stat_TBW	Stat_TP
[-20,0]	12,237	4,436***	7,358***	0,854	1,945**	N.S.	2,658	2,943***	1,796*
[-4,0]	12,693	2,460**	31,38***	-0,097	N.S.	N.S.	1,300	3,224***	3,90***
[-1,0]	11,077	1,424	45,37***	-0,555	-1,842*	-1,862*	0,686	N.S.	3,254**
[0]	11,812	2,010**	65,90***	-0,204	N.S.	N.S.	0,644	2,878***	1,854*
[-1,1]	12,086	1,815*	38,83***	-0,625	-1,860*	-1,97**	0,904	2,177**	3,50***
[-5,5]	6,828	1,944*	21,63***	1,056	1,740*	N.S.	1,721	2,849***	3,48***
[-10,1]	13,611	2,709***	22,90***	0,687	N.S.	N.S.	2,579	3,267***	5,21***
[-10,10]	11,423	1,724*	13,91***	0,228	N.S.	N.S.	2,292	2,490***	3,35***
[-20,20]	9,079	1,654*	9,562***	-0,947	N.S.	N.S.	1,981	1,871*	1,720*

*, **, ***résultats respectivement significatifs au seuil de 10%, 5% et 1%

AAR : Rentabilité anormale moyenne

CAAR Rentabilité anormales moyenne cumulées ;

Stat_TBW statistique correspondant test de Brown et Warner : elle suit un student à 234 degrés de libertés

Stat_TP : statistique correspondant au test de Patell : elle suit un student à 233 degrés de libertés

Stat_TSigne : statistique correspondant au test de signe : elle suit une loi normale centrée et réduite.

A ce stade de notre travail, il serait intéressant de chercher quel (s) déterminant (s) précis engendre (nt) une variation de richesse des actionnaires des banques acquéreuses.

Section 3. Les déterminants de la performance des banques acquéreuses

Afin de tester simultanément les variables qui expliquent la performance des banques acquéreuses, nous avons menée une régression. Les résultats de cette régression sont présentés en premier (3.1), et ces derniers sont discutés par la suite (3.2).

1. Le modèle de régression

Afin de répondre aux différentes questions de recherche relatives aux déterminants de performance boursière à court terme de l'acquéreur. Les rentabilités anormales cumulées par titre (CAR), sur la fenêtre [-1 ; +1], constituent la variable dépendante. La forme générale du modèle de régression est la suivante :

$$CAR = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i F_i + \varepsilon$$

La rentabilité anormale cumulée par titre (CAR), constitue la variable dépendante.

β_i coefficients de la régression ; n le nombre de variables indépendantes et ε un terme d'erreur.

Le but de l'équation (83) est donc de mesurer la liaison entre chacun des paramètres et les rentabilités anormales cumulées. Nous allons donc à tester l'hypothèse nulle β_i permettant de déterminer la significativité de la relation entre les CAR (*Cumulate Abonormal Return*) et la variable explicative F_i . L'hypothèse alternative est $\beta_i \neq 0$ et se décomposerait en $\beta_i > 0$, lorsque la liaison entre le paramètres X_i et la performance est positive, et $\beta_i < 0$, si ce déterminant F_i a un effet négatif sur les rentabilités de la banque acquéreuse.

Ensuite, quelques hypothèses et conditions fondamentales doivent être remplies :

- les erreurs doivent être de moyenne nulle $\varepsilon_t = 0$, de variance identique $Var(\varepsilon_t) = \sigma^2$ (homoscédasticité), et distribués selon une loi normale. Les variables explicatives ne doivent pas être aléatoires, elles sont exogènes et linéairement indépendantes entre elles.
- Les tests de signification utilisés dans les régressions linéaires, il s'agit des tests t de Student et F de Fisher. Le test F de Fisher est appliqué pour vérifier s'il existe une

relation significative entre la variable dépendante et l'ensemble des variables indépendantes. L'hypothèse nulle de ce test correspond à

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$$

- L'hypothèse alternative est qu'au moins un des paramètres n'est pas égal à zéro.
- Le test *t* de Student est utilisé pour déterminer si chacune des variables indépendantes est significative. Les hypothèses nulle et alternative de ce test correspondent à ce que nous avons déjà décrit plus haut, à savoir :

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \\ H_a: \beta_i \neq 0 \end{cases}$$

En outre, les analyses de régression mettent en avant le coefficient de détermination R^2 qui peut être interprété comme la proportion de la variabilité de la variable dépendante (CAR) expliquée par l'équation estimée de la régression multiple. Ainsi, plus R^2 est élevé et plus le modèle aurait un pouvoir explicatif. Il conviendrait toutefois de considérer ce dernier constat avec précaution dans la mesure où l'ajout de variables indépendantes au modèle entraîne l'augmentation du coefficient de détermination. Beaucoup d'analystes préfèrent donc ajuster R^2 au nombre de variables indépendantes pour éviter de surestimer l'impact de l'ajout d'une variable indépendante sur la part de variabilité expliquée par l'équation estimée de la régression. L'ensemble de ces tests et coefficients sera calculé par le logiciel Eviews.4 afin de pouvoir évaluer la significativité globale du modèle et l'effet de chacune des caractéristiques de la banque cibles sur la performance de l'acquéreur.

Nous estimons les déterminants de la performance des banques acquéreuses à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Notre modèle est le suivant :

$$CAAR[-1, 1] = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 G + \beta_3 RSIZE + \beta_4 P + \beta_5 DR + \beta_6 D$$

La rendement anormal cumule par titre (CAAR) sur l'intervalle [-1,1], constitue la variable dépendante.

β_i Coefficients de la régression

n le nombre de variables indépendantes

ε un terme d'erreur

Pour déterminer si les rentabilités anormales et les rentabilités anormales cumulées sont significatives nous avons procédé à des tests. Les régressions sont effectuées avec le logiciel Eviews 4.

Tableau 27: Les variables de notre régression

Variables	Descriptif	Mesure
Variable dépendante		
Performance de la banque acquéreuse	RAC _A	Les rentabilités anormales moyennes cumulées sur la fenêtre [-1, 1] autour de la date de l'annonce de l'opération
Variable indépendante		
Taille relative	RSIZE	La taille relative peut être une variable significative dans la création d'un pouvoir de monopole et une source potentielle d'économie d'échelle. Logarithme du total actif de la banque cible rapporté à celui de la banque acquéreuse un an avant l'acquisition
Taux de croissance des actifs de la banque cible durant les trois années précédant l'annonce	G	Taux de croissance des actifs de la cible des trois dernières années
Rentabilité des capitaux propres de la banque cible un an avant l'acquisition	ROE	Le rapport entre le résultat et les capitaux propres permet de mesurer la rentabilité des capitaux propres. Le ROE (<i>Return on Equity</i> ou taux de rendement des capitaux propres) traduit la capacité de la banque à dégager un taux de profit suffisant pour s'assurer une capacité de rémunération des ses actionnaires.
valeur d'acquisition sur valeur nette comptable de la cible	P	Valeur d'acquisition sur la valeur nette comptable de la banque cible. P= Prix offert/ valeur nette comptable de la banque
Degré de diversification	DR	Coefficient de corrélation entre la rentabilité de l'action de la banque cible et celle de l'acquéreur
Geographic focus	D	Variable binaire prend 1 si l'acquisition est domestique et 0 autrement

Nous avons sélectionné un certains nombre des variables des banques cibles qui pourraient avoir une influence sur la performance des banques acquéreuses. Il notamment du *Return on equity* (ROE), du taux de croissance des actifs durant les trois dernières années ; *Three years gross rate* (G), du ratio prix payé sur la valeur comptable de la cible ; *Purshasing price to book value* (P), la taille relative (RSIZE), du potentiel de réduction du risque (DR) et de la focalisation géographique (D).

1.1. L'incidence de la rentabilité des capitaux propres de la banque cible

Le taux de rentabilité des capitaux propres constitue un ratio en matière d'analyse des performances financières des banques. Ce ratio prend en compte le numérateur, le résultat dégagé par la banque après impôt sur l'ensemble de ses activités. Ce résultat représente le gain (ou la perte) dégagé par la banque pour le compte des actionnaires. En cas d'un gain, ce résultat servira de base pour le calcul de la rémunération des actionnaires et pour la constitution de réserves. En cas d'une perte, les actionnaires en supporteront les effets. Au dénominateur, le ratio de rentabilité prend en compte les capitaux propres apportés par les actionnaires. La rentabilité des capitaux propres (**ROE**) permet donc de mesurer le taux de profit c'est-à-dire la valorisation des capitaux apportés par les actionnaires. Les acquéreurs auront donc tendance à surpayer leurs cibles si ces derniers affichent un ROE élevé.

Hypothèse 1 : « Un coefficient ROE de la cible significativement élevé implique une rentabilité anormale cumulée négative pour l'acquéreur »

1.2. L'incidence du taux de croissance des actifs de la banque cible

Le montant des dividendes versé est dépend de la rentabilité de la banque. Le taux de rentabilité requis dépend du taux sans risque et de la prime de risque de la banque. Le taux de croissance des dividendes est fonction du taux de croissance des profits, qui dépend fortement du taux de croissance des revenus, ce taux étant fonction du taux de croissance des actifs. Une banque qui a des belles perspectives de croissance et qui est mal gérée peut devenir une cible idéale : il suffirait de la racheter et de remplacer l'équipe dirigeante. Hannan et Rhodes (1987) trouvent une relation positive entre le risque d'acquisition et le taux de croissance de la cible.

Hypothèse 2 : « Un taux de croissance des actifs de la cible significativement positif implique une rentabilité anormale cumulée positive de l'acquéreur »

1.3. L'incidence de la taille relative

La différence de taille entre l'acquéreur et sa cible est souvent avancée pour justifier les fusions et acquisitions, ces dernières peuvent être motivées par le désir de réaliser des synergies grâce aux économies d'échelle ou d'économies de gamme. En ce sens, le prix payé peut dépendre de la capacité de l'acquéreur à réduire les coûts de la nouvelle entité, d'où l'intérêt d'acquérir les petits établissements (Focarelli, 2004).

Les fusions et acquisitions ont donc plus de chance de réussir si la taille de la banque cible est relativement petite par rapport à celle la banque acquéreuse. En effet, dans un tel cas, l'intégration de la banque cible est facilitée, du fait qu'elle pourra s'adapter rapidement à la culture de la banque acquéreuse et adopter ses procédures (Becher et al, 2005).

L'impact de la taille relative sur la performance boursière de la banque acquéreuse demeure ambigu. James et Wier (1987) ont trouvé une relation positive entre les rendements anormaux de l'acquéreuse et la taille relative de la cible. En effet, l'acquéreur peut rechercher une taille critique pour bénéficier du *Too big to fail*. La taille relative peut être une variable significative dans la création d'un pouvoir de monopole et une source potentielle d'économies d'échelles. Dans notre régression le coefficient associé à cette variable RSIZE est négatif.

Hypothèse 3: Un coefficient significativement négatif de la taille relative de la cible par rapport à celle de l'acquéreur implique une rentabilité anormale cumulée positive pour l'acquéreur

1.4. L'incidence du degré de diversification

La théorie du portefeuille développée par Markowitz (1952), Sharpe (1964) et Linthner (1965) suppose que l'investisseur a une aversion au risque et démontre que la diversification internationale permet d'éliminer les risques systématiques provenant des placements limités au marché domestique (Solnik, 1998 et 2003). La théorie standard du portefeuille montre qu'un portefeuille comportant des risques imparfaitement corrélés réduit la volatilité du profit. Une banque peut réduire le risque de son portefeuille en détenant des actifs différents, dans la mesure où ces actifs ne sont pas ou peu corrélés entre eux. Autrement dit, en diversifiant ses placements, la banque limite le risque de son portefeuille. Ceci permet d'obtenir la même espérance de rendement en diminuant la volatilité du portefeuille. Dans notre modèle on s'attend à ce que le coefficient associé à la variable DR soit négatif.

Hypothèse 4 : « Un coefficient significativement négatif de la variable réduction du risque implique un CAR élevé pour l'acquéreur »

1.5. L'incidence du prix d'acquisition

P_{Tj} est le ratio entre la valeur d'acquisition et valeur comptable de la cible. Selon Roll (1986, 1989), les dirigeants des banques acquéreuses préfèrent proposer un prix trop élevé par

rapport à la valeur réelle de la cible car ils réalisent très peu d'opérations de cette envergure durant leur carrière. L'orgueil des dirigeants pousse ces derniers à proposer des prix trop élevés ce qui aboutit à une destruction de valeur. Dans notre modèle, le coefficient associé à cette variable P_{Tj} est positif.

Hypothèse 5 : « un coefficient significativement positive de la variable P implique un CAR

1.6. La Localisation géographique

Il s'agit d'une variable discrète, il est égal à 1 si la transaction concerne des banques qui opèrent dans un même pays ou 0 si c'est une transaction transfrontalière.

Hypothèse 6 : « un coefficient significativement positif de la variable D est associé au CAAR de la banque acquéreuse

Tableau 28 : Les différentes hypothèses et les signes attendus

Variables	Signe attendu	Hypothèses
ROE	-	H ₁
G	+	H ₂
RSIZE	-	H ₃
DR	-	H ₄
P	+	H ₅
D	+	H ₆

Tableau 29: Les statistiques descriptives

Ce tableau présente la distribution statistique des variables : le minimum, le maximum, la moyenne, la médiane et l'écart type. ROE est la rentabilité des capitaux propres des banques cibles un an avant la date officielle d'annonce, G est le taux de croissance des banques cibles sur les trois dernières années avant l'annonce, RSIZE est la taille relative de la banque cible par rapport à celle de la banque acquéreuse. P, le rapport entre le prix offert et la valeur comptable. Le degré de diversification (DR) est donnée par le coefficient de corrélation entre la rentabilité de l'action de la banque cible et de l'action de l'acquéreur. D représente le focus de l'activité, il d'agit d'une variable dummy qui prend 1 si l'acquisition est domestique et 0 si elle est transfrontalière.

	N	Min	Max	Moyenne	Médian	Ecart-type
D	45	0.000000	1.000000	0.511111	1.000000	0.505525
DR	45	-0.080342	0.739302	0.207948	0.154506	0.262059
G	45	-0.048100	0.318900	0.097877	0.091580	0.092245
P	45	0.198000	5.594000	2.127356	2.200000	1.079779
ROE	45	0.095966	0.206417	0.092097	0.109588	0.429823
RSIZE	45	0.000526	1.683764	0.608348	0.731925	0.429823

2. Résultats et interprétations

Sur notre période d'étude les signes des coefficients sont les mêmes que ceux prévus par dans notre modèle théorique. Cependant les coefficients ne sont pas significatifs pour certains nombres de variables que sont : le ROE, le P, DR, et D donc les hypothèses H₁, H₄, H₅ et H₆ sont rejetées. Le G et le RSIZE sont respectivement significatifs à 10% et à 1% : les hypothèses H₃ et H₄ sont acceptées. Les perspectives de croissance future et la taille relative semblent être des facteurs explicatifs de la rentabilité anormale des banques acquéreuses.

Tableau 30: Estimation des rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses

Variables	CAR [-1 ; 1]
Constante	-0.053999** (0.0285)
D	0.013077 (0.5116)
G	0.167603* (0.0914)
P	0.000634 (0.9777)
ROE	-0.131805 (0.1478)
DR	-0.049969 (0.1450)
RSIZE	-0.023692*** (0.0034)
R² ajusté (%)	11.2405%
F-Stat	2.375123**

*** 1% significativité, ** 5% significativité * 10% significativité

Tableau 31: Tableau de synthèse des résultats obtenus sur la fenêtre [-1 ;+1]

Variables explicatives utilisées dans la régression	Signe attendue du coefficient	Résultats obtenus	Mesure des variables pour lesquelles l'hypothèse est valisée
Pouvoir explicatif global des variables explicatives		R ² ajusté 11,2405%	Avec une mesure de la rentabilité anormale cumulée de la banque acquéreuse sur la fenêtre [-1 ; 1] autour de la date d'annonce
Geographic focus	-	Non significatif	Coefficient NS en association avec une mesure de la focalisation géographique
Le taux de rentabilité des capitaux propres	-	Non significatif	Coefficient NS en association avec une mesure de la performance par le taux de rentabilité des capitaux propres
Le taux de croissance des actifs durant les trois dernières années avant l'année d'acquisition	+	+	Signe + en association avec une mesure de la performance en utilisant le taux de croissance des actifs
La taille relative	-	-	Signe – en association avec une mesure de la performance en utilisant la taille relative
Prix payé	+	Non significatif	Coefficient non significatif en association avec une mesure de la performance en utilisant le ratio prix payé et valeur nette comptable de la cible.
Le degré de diversification	-	Non significatif	Coefficient non significatif en association avec une mesure de la performance en utilisant le degré

Les résultats mettent en évidence que l'annonce des fusions et acquisitions bancaires est d'autant plus favorable aux actionnaires de la banque acquéreuse que la cible est de petite taille et ses perspectives de croissance très bonnes. Nos résultats rejoignent ceux de Benston, Hunter et Wall (1995), Gup et Wall (1989) qui trouvent que les rentabilités anormales cumulées sont plus élevée lorsqu'il existe une différence de taille significative entre les entités impliquées dans la transaction. Pour Rhoades (1998) les effets d'efficience coût liés aux F&A peuvent dépendre du type de F&A et des motivations des dirigeants.

Plus la différence de taille entre la cible et l'acquéreur est grande plus la probabilité d'améliorer la rentabilité de la cible est élevée ceci grâce à des économies d'échelle et de gamme en offrant de nouveaux services. En outre, lorsque la cible et l'acquéreur sont de taille similaire cela peut engendrer des coûts supplémentaires du fait de la différence de culture par exemple.

La probabilité de réussite d'une opération de fusion et acquisition est d'autant plus importante que la taille de la banque cible est relativement petite à celle de la banque acquéreuse. En effet, dans un tel cas, l'intégration de la banque cible est facilitée, du fait qu'elle pourrait s'adapter rapidement à la culture de la banque acquéreuse.

A partir nos résultats on peut tirer la conclusion suivante : Afin de réaliser des acquisitions qui créent de la valeur actionnariale, les dirigeants des banques européennes devraient choisir des cibles qui seraient de taille modeste et caractérisées par un taux de croissance des actifs élevé le plus élevé possible.

Nous allons dans la section qui suit a étudié l'effet des fusions et acquisitions transfrontalières sur le risque des banques.

Section 4. Effet des annonces de F&A transfrontalières sur le risque

Le risque représente un intérêt croissant à la fois pour les autorités réglementaires, les dirigeants, les actionnaires et ainsi que les chercheurs. Le problème majeur est de déterminer comment évolue la volatilité du marché au cours du temps et comment cette volatilité réagit face à des événements sur les marchés. Théoriquement la volatilité se définit comme la capacité des prix à varier de manière non anticipée. Ces variations de prix sont généralement liées aux nouvelles informations concernant les titres. La théorie du portefeuille développée par Markowitz (1952, 1959), Sharpe (1964) et Linthner (1965) suppose que l'investisseur a une aversion au risque et démontre que la diversification permet d'éliminer les risques systématiques provenant des placements limités au marché domestique (Solnik, 1998 et 2003). De ce point de vue, les fusions et acquisitions transfrontalières permettent aux banques d'optimiser leur rendement et les risques. La diversification constitue dès lors un argument de premier ordre pour les banques qui souhaitent s'impliquer dans une fusion et acquisitions transfrontalières de réduire les risques.

La question à laquelle nous souhaiterions répondre est de savoir si la diversification des risques par le biais des fusions et acquisitions transfrontalières qui ont eu lieu dans le secteur bancaire européenne entre 1997 et 2008 ont permis de réduire le risques des banques qui ont fait recours à cette forme de croissance externe.

Pour répondre à cette question nous allons d'abord étudier les avantages qui sont associés à la diversification des risques (1). Nous présenterons ensuite le modèle retenu ainsi que notre échantillon de référence (2) avant de procéder à l'estimation du risque suite aux annonces de fusions et acquisitions transfrontalières (3). Ces résultats nous permettraient de conclure si oui ou non les fusions et acquisitions paneuropéennes réduisent le risque des banques.

1. Les avantages de diversification des risques

En général, l'objectif recherché dans toute politique d'investissement est de maximiser les rendements tout en minimisant les risques. Naturellement si un acquéreur a le choix entre deux cibles potentielles de rendement attendu égal, il choisira celle qui est la moins risquée. La diversification internationale permet d'éliminer les risques systématiques provenant des placements limités au marché domestique (Solnik, 1998 et 2003). Dès lors, les fusions et acquisitions transfrontalières permettent aux investisseurs de répartir leurs risques dans différents pays ; pour un même niveau de rentabilité, le risque global du portefeuille s'en trouve diminué. En effet la théorie du portefeuille montre qu'un portefeuille comportant des risques imparfaitement corrélés réduit la volatilité du profit.

L'idée générale de la diversification est donc qu'il est possible en combinant différents actifs entre eux, d'atteindre des caractéristiques de risque et de rendement qui n'auraient pas été possible au niveau des risques individuels. Il est donc possible d'atteindre le même rendement mais avec un risque plus faible. La diversification permet donc de réduire le risque d'un portefeuille pour un même niveau de rendement ou encore d'augmenter le rendement pour un même niveau de risque. La diversification entre plusieurs actifs permet de réduire le risque et donc d'améliorer la performance grâce à l'existence d'une corrélation entre les rentabilités des actifs⁴⁷. Pour un même niveau de risque, la performance d'un portefeuille diversifié est supérieure à la performance d'un portefeuille moins diversifié.

2. Le choix de la méthodologie de travail et du modèle d'estimation

Le modèle de Markowitz développe l'idée d'un lien entre le rendement et le risque attendu des actifs et permet de déterminer la combinaison optimale des différents actifs pour l'investisseur. Ce modèle repose sur les hypothèses suivantes :

⁴⁷ Ces corrélations peuvent être positives (les cours évoluent dans le même sens) négatives (évolution en sens contraire) ou nulle.

- Les investisseurs estiment le risque sur la base de la volatilité des rendements attendus ;
- Les investisseurs basent leurs décisions d'investissement uniquement sur le rendement et le risque attendus ;
- Les investisseurs maximisent l'utilité attendue et leurs courbes d'utilité (rationalité des investisseurs) lesquelles affichent une utilité marginale décroissante à la richesse suggérant une aversion au risque ;
- Pour un niveau de risque donné, les investisseurs préfèrent plus de rendement à moins de rendement. De même pour un niveau de rendement donné, les investisseurs préfèrent moins de risque à plus de risque.

La mesure du risque est la variance ou l'écart-type du portefeuille, soit une mesure de la volatilité de la combinaison des rendements en portefeuille. La formule de la variance et de l'écart-type d'un portefeuille d'actifs permet d'illustrer comment diversifier un portefeuille. Sur la base de ces quatre hypothèses, un portefeuille sera considéré comme efficient lorsque aucun autre actif ou portefeuille d'actifs n'offre un rendement attendu supérieur pour le même niveau de risque ou un risque attendu plus faible pour le même niveau de rendement attendu.

Le rendement d'un portefeuille est la moyenne pondérée des rendements des actifs individuels. Dans le cas d'un portefeuille composé de deux actifs A et B, les rendements attendus sont notés respectivement $E(R_A)$ et $E(R_B)$.

Nous pouvons également définir les proportions dans A et B par : X_A et X_B de sorte que $X_A + X_B = 1$

Le rendement attendu du portefeuille sera égal à $E(R_P) = X_A E(R_A) + X_B E(R_B)$.

Cela correspond à la moyenne pondérée des titres individuels.

Au niveau des titres individuels le risque est défini par la variance ou l'écart-type des rendements. La variance mesure la variation des rendements attendus, soit en d'autres termes, une mesure de la volatilité. Elle se définit comme suit pour un actif A :

$$\sigma_A^2 = E(R_A - E(R_A))^2$$

L'écart-type des rendements attendus est noté $\sigma_A = \sqrt{\sigma_A^2}$

La diversification prend son sens dans l'introduction de la covariance. La covariance mesure

dans quelle mesure les rendements de deux actifs varient ensemble à travers le temps par rapport à leur moyenne individuelle. Pour deux actifs A et B, la covariance d'un taux de rentabilité est définie comme suit :

$$\sigma_{AB} = E[(R_A - E(R_A))(R_B - E(R_B))]$$

Le coefficient de corrélation constitue une normalisation du concept de covariance. Il se définit comme suit :

$$\rho_{AB} = \frac{\sigma_{AB}}{\sigma_A \sigma_B}$$

Le coefficient de corrélation évolue entre -1 et 1. 1 étant la corrélation parfaite et -1 la décorrélation parfaite.

Ces différents éléments nous permettent de définir le risque au niveau d'un portefeuille. La variance du portefeuille sera égale à :

$$\sigma_P^2 = X_A^2 \sigma_A^2 + X_B^2 \sigma_B^2 + 2X_A X_B \sigma_{AB}$$

ou encore

$$\sigma_P^2 = X_A^2 \sigma_A^2 + X_B^2 \sigma_B^2 + 2X_A X_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$$

L'écart-type du portefeuille sera égal à $\sigma_P = \sqrt{\sigma_P^2}$

Ainsi, on constate que plus la covariance (ou le coefficient de corrélation) est faible, plus bas est le risque au niveau du portefeuille. Donc indépendamment du risque au niveau des titres individuels, une plus faible covariance signifie que l'on réduit le risque au niveau du portefeuille. Suivant le modèle de Markowitz, chaque actif en portefeuille est défini par deux caractéristiques : le rendement attendu et l'écart-type attendu des rendements. Une faible corrélation entre les actifs va réduire le risque attendu du portefeuille sans affecter le rendement attendu. Notons qu'à l'extrême une corrélation de -1 va produire le maximum de diversification. Par contre avec deux actifs corrélés, il n'y a pas de gains de diversification.

Le modèle de marché décompose la rentabilité totale d'une action en deux composantes : une partie due à l'influence du marché et une partie due aux caractéristiques spécifiques de l'action correspondant aux variations de cours qui lui sont spécifiques. C'est la rentabilité

spécifique ou résiduelle qui est donc indépendante du facteur de marché. La rentabilité théorique est liée à la rentabilité de marché par un coefficient de proportionnalité appelé β , ce qui signifie qu'une variation du marché implique une variation équivalente du prix de l'action au coefficient bêta près.

D'après l'hypothèse de la diversification, les dirigeants des banques s'engageraient dans des opérations de F&A dans le but diminuer les risques encourus par leurs banques et par conséquent de les diminuer. Si tel est le cas, le risque de la banque acquéreuse après l'annonce de l'opération de F&A devrait être inférieur au risque avant l'annonce ; en d'autres termes on doit noter des changements significatifs de l'exposition au risque de la banque acquéreuse après l'activité de F&A. Nous allons tenter dans cette partie de détecter un changement significatif dans la volatilité quotidienne des actions suite à l'annonce de fusions et acquisitions transfrontalières.

La volatilité des rendements quotidiens est mesurée par la variance. Deux valeurs des variances sont calculées ici. La première porte sur la période avant annonce de F&A et la seconde porte sur la période post-annonce. Afin de déterminer si un changement de variance est perceptible, nous retranchons la volatilité post annonce de la volatilité préannonce et nous allons enfin déterminer si cette différence est significativement différente de zéro.

Comme on vient de le voir plus haut, le risque total des taux de rentabilités des titres peut être mesuré par la variance. La volatilité des taux de rentabilité est également dénommée risque total. Soit le modèle de marché exprimé par l'équation ci-dessous

$$R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

A partir de l'équation ci-dessus on peut déterminer la variance ou la volatilité des taux de rentabilité, on obtient :

$$\sigma^2(R_{it}) = \beta_i^2 \sigma^2(R_{mt}) + \sigma^2(\varepsilon_{it})$$

Ou encore :

$$Var(R_{it}) = Var(\beta_i R_{mt}) + Var(\varepsilon_{it})$$

Et sachant que

$$\text{var}(\beta X) = \beta^2 \text{var}(X)$$

d'après (2) on a:

$$\text{Var}(R_{it}) = \beta_i^2 \text{Var}(R_{mt}) + \text{Var}(\varepsilon_{it})$$

Avec

$$\text{Cov}(R_{mt}, \varepsilon_{it}) = 0 \quad \forall t,$$

Var (Rit) est la variance des taux de rentabilité des titres de la banque i

Var (Rmt) est la variance des taux de l'indice de marché de la banque i

Var (ε_{it}) est la variance des rentabilités anormales de la banque i (variance résiduelle)

La décomposition du risqué total suivant le modèle de marché nous permet d'avoir l'égalité suivante :

Risque total= Risque systématique (ou risque non diversifiable) + Risque spécifique (ou risque diversifiable)

La première composante du risque total ($\beta_i^2 \text{Var}(R_{mt})$) fait référence au risque systématique et la seconde composante ($\text{Var}(\varepsilon_{it})$) comme risque non systématique. Le risque non systématique peut être diversifié contrairement au risque systématique qui ne peut l'être.

Si les opérations de décisions de fusions et acquisitions transfrontalières réduisent les risques des titres, on devra constater une baisse du risque systématique (réduction du bêta), ou bien une réduction du risque non systématique, ou encore les deux. Pour tester les éventuels changements du risque total des taux de rentabilité, noté :

$$\Delta = (V_2 - V_1)$$

Nous comparons la variance estimée des taux de rentabilité des titres de la banque avant l'annonce ou risque total noté V_1 (entre le 121^{ième} jour de bourse et 19^{ième} jour avant l'annonce) à la variance estimée des taux de rentabilités de la banque suite à l'annonce de l'opération de F&A ou risque total après annonce noté V_2 (entre le 21^{ième} jour de bourse avant l'annonce de l'acquisition et le 40^{ième} jour après l'annonce).

Au cas où il existe un changement au niveau de la variance nous allons déterminer si ce changement est dû à une modification du risque systématique, du risque non systématique, ou les deux. La variance des rentabilités, le coefficient bêta, la variance de marché et la variance sont estimés sous SPSS au niveau de chaque banque de l'échantillon ; et leurs valeurs sont reportées dans les tableaux 36 et tableau 37.

Nous avons calculé la différence (delta) entre la variance moyenne estimée des rentabilités des banques avant l'annonce à celle des banques après l'annonce. Le test de Student nous permet de déterminer si cette différence est significative ou pas.

Nous retenons pour notre étude les rendements journaliers des banques de notre échantillon ayant procédé à des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières. La période d'étude s'étend de janvier 1997 à décembre 2007. La base de données utilisée est Datastream (Cf. tableau 35).

Tableau 32 : Échantillon de l'étude

Acquéreur	Cible	Date	Montant (mil \$)	Pays cible	Pays acquéreur
Alandsbanken Abp	Kaupthing Bank Sverige	18/12/08	48,7	Suède	Finlande
BNP Paribas SA	Fortis Bank SA/NV	06/10/08	12765	Belgique	France
Svenska Handelsbanken	Lokalbanken Nordsjaellen	15/09/08	152	Danemark	Suède
Banco Santander SA	Alliance&Leicester Plc	14/07/08	2517	Royaume-Uni	Espagne
Defpa BK Plc	Hypo Real Estate Holding	23/07/07	7847	République- Irlande	Allmagne
RFS Holdings BV (Fortis, RBS,BSCH)	ABN-AMRO Holding NV	25/04/07	98189	Pays-Bas	RU Belgique Espagne
Crédit-Agricole SA	Emporik Bank SA	13/06/06	2 650	Grèce	France
BNP-Paribas SA	Banca Nazionale deLavoro	03/02/06	5 944	Italie	France
Unicredito Italiano SpA	Bayerische Hypo- un Verein	30/06/05	1 8256	Allemagne	Italie
Unicredito Italiano SpA	Bank Austria CreditanstaltAG	12/06/05	3 268	Autriche	Italie
Almanij NV	Kredietbank Luxembourg	23/12/04	785	Luxembourg	Belgique
Banco Santander CentralHipano SA	Abbey National Plc	23/07/04	15 787	Royaume-Uni	Espagne
Societe Generale SA	General Hc Bank	01/19/04	110	France	Greece
Nordea AB	Petrobank(LGGroup)	05/0702	53,39	Poland	Sweden
Société Générale	Komercni Banka AS	28/06/01	1 020	République Thèque	France
Svenska handelsbanken	Midtbank A/S	11/04/01	262	Danemark	Suède
Bayerische Hypo-Vereins	Bank Austria AG	22/07/00	7317	Autriche	Allema ⁿ e
MeritaNordbanken	Unidanmark A/S	06/03/00	4 425	Danemark	Finlande
HSBC Holdings PLC{HSBC}	Crédit Commercial de France	01/04/00	11 100	France	RU
Erstate Bank der	Ceska Sportelna Savings Bank	29/10/99	527	République Thèque	Autriche
Svenska Handelsbanken	Bergensbanken ASA	03/05/99	182	Suède	Novège

Source : Thomsone One Banker

3. Résultats

Les résultats concernant l'effet des fusions et acquisitions sur le risque des banques acquéreuses, montrent de façon claire une augmentation du niveau de volatilité des rendements des banques acquéreuses. En effet entre la période la période préannonce et la période post-annonce le risque total moyen a augmenté de 2,80%. Cette hausse du risque total moyen est sûrement due à une hausse de 2,53% du risque spécifique moyen. Par conséquent les F&A bancaires transfrontalières ne réduisent pas le risque au contraire, ces dernières augmentent le niveau risque des banques acquéreuses (*Cf. tableau 34*).

Tableau 33: Analyse de la modification du risque due aux annonces de fusions et acquisitions transfrontalières: décomposition de la variance des rentabilités des banques acquéreuses selon le modèle de marché

Banque acquéreuse	Variance estimée moyenne	Beta Moyen	Variance de marché moyenne	Variance résiduelle moyenne
[-121 ; -19] V ₁	2,7661	0,6616	1,3149	2,0243
[21 ; 121] V ₂	5,5749	0,5853	2,6683	4,5594
$\Delta' = (V_2 - V_1)$	2,8088	-0,0763	1,3535	2,5352
T-stat de (Δ')	2,625**	-0,601	2,386**	2,464**

Pour ce qui est des banques cibles la différence du risque total moyen entre la période post-annonce et la période préannonce est de -0, 5414% (Cf. tableau 35). Notons malgré le fait qu'il existe une baisse du risque total moyen, cette dernière n'est pas significative, par conséquent, les opérations de F&A transfrontalières n'ont aucun impact sur le risque des banques cibles.

Tableau 34 : Analyse de la modification du risque des banques cibles due aux annonces de fusions et acquisitions transfrontalières : décomposition de la variance selon le modèle de marché

Banques cibles	Variance moyenne	Beta moyen	Variance de marché moyenne	Variance résiduelle moyenne
[-121 ; -19] V ₁	4,4104	0,5585	1,4058	3,8202
[21 ; +121] V ₂	3,6487	0,3499	2,7963	2,9710
$\Delta = (V_2 - V_1)$	-0,5414	0,1556	1,6109	-0,6288
T-stat des (Δ)	-0,304	0,634	1,987**	-0,324

Nos résultats rejoignent ceux de Amihud, DeLong, et Saunders (2003) qui attestent que les fusions et acquisitions transfrontalières ne réduisent pas le risque lorsque les banques adoptent une stratégie de diversification géographique.

Dans cette section, nous avons cherché à analyser l'effet des fusions et acquisitions transfrontalières sur le risque des banques impliquées. Pour cela nous avons commencé à mesurer l'effet patrimonial des fusions et acquisitions transfrontalières. Dans cette étude nous avons analysé d'une part l'effet des annonces de F&A bancaires sur la richesse des actionnaires des banques (cibles, acquéreuses et l'entité combinée). Les résultats obtenus nous ont permis de constater que les annonces de fusions et acquisitions bancaires transfrontalières ont un impact positif pour les actionnaires des banques et un impact négatif sur la richesse

des actionnaires des banques acquéreuses.

Conclusion

Dans ce chapitre nous avons d'abord analysé l'impact des annonces de fusions et acquisitions sur la richesse de l'actionnaire. Ensuite nous avons déterminé les variables qui pourraient expliquer la performance des banques. A cette fin, nous avons utilisé la méthodologie des études d'événements. Nos résultats sur les rentabilités anormales moyennes cumulées montrent des similitudes avec les résultats obtenus dans le cas des banques américaines et européennes. D'une manière générale, les rentabilités anormales des banques cibles sont positives, ce qui implique le marché perçoit les F&A bancaires comme créatrices de valeur pour les actionnaires des banques acquises. Par ailleurs, les rentabilités anormales des banques acquéreuses sont nulles ce qui implique que les acquéreurs ne gagnent pas. Enfin les rentabilités anormales cumulées des banques combinées sont positives d'où la création de synergies.

Par ailleurs nous avons trouvé que le taux de croissance des actifs et la taille relative pourraient expliquer les rentabilités anormales cumulées des banques acquéreuses. Enfin ce qui concerne l'effet des fusions et acquisitions transfrontalières sur le risque, après avoir expliqué la méthodologie de travail et le choix de notre modèle empirique, nous avons commencé par mesurer le risque à l'aide du modèle de marché. Les résultats obtenus peuvent être analysés à deux niveaux. Nous trouvons que les fusions et acquisitions transfrontalières augmentent le risque des banques acquéreuses et non aucun effet sur celui des banques cibles.

Chapitre VI.

ÉTUDE DU CAS SANTANDER/ ABBEY

Introduction

Dans le chapitre précédent, nous avons traité de l'impact à court terme des annonces de fusions et acquisitions bancaires sur la richesse des actionnaires. Nos résultats ont montré que les perdants sont les acquéreurs. Nous trouvons qu'une bonne partie de la valeur créée va à la banque cible. Outre les gains positifs des cibles, ce que montre notre travail, ce sont les gains négatifs voir nuls pour l'acquéreur, du moins dans le court terme. Ce fait suggère la question suivante: quel est l'avantage de privilégier les fusions et acquisitions si ces dernières ne créent pas de valeur pour les actionnaires?

Pour répondre à cette interrogation, nous allons, à partir d'une étude de cas portant sur Santander/Abbey, tenter de résoudre cette problématique.

Le lundi 26 Juillet 2004, les dirigeants de Banco Santander (Espagne) et ceux de la banque Abbey (Royaume-Uni) annoncent publiquement l'offre amicale de Santander sur Abbey, qui s'élève à 15,5 milliards d'euros. Ainsi, le 14 septembre 2004, l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Abbey a approuvé l'offre de Santander. De leur côté, le 21 octobre 2004 les actionnaires de Santander approuvent l'augmentation de capital nécessaire afin de mener à bien la transaction. Finalement, l'accord a été conclu le 12 novembre 2004, et Abbey National devint ainsi une filiale de Banco Santander Central Hispano (BSCH)⁴⁸. Avec l'acquisition de Abbey, sixième banque du Royaume-Uni. Santander devient ainsi l'une des dix plus grandes banques mondiales en termes de capitalisation boursière et la première banque de la zone euro en termes de capitalisation boursière (*Cf. tableau 36*).

L'acquisition de Abbey par BSCH est la plus importante transaction transfrontalière dans l'histoire de la banque de détail en Europe. Jusque-là, la plupart des fusions et acquisitions qui ont eu lieu au sein du paysage bancaire européen était à caractère domestique, avec l'émergence de grands groupes bancaires BSCH et BBVA en Espagne, BNP-Paribas en France ou RBoS au Royaume-Uni. Il est donc intéressant d'examiner quelles sont les

⁴⁸ http://www.rinconcastellano.com/economia/santander_abbey/1a_history.html#

motivations de cette transaction et quel est son impact à court et à long termes sur la richesse des actionnaires.

Ce chapitre est structuré de la manière suivante : la première section présente les différentes motivations de l'acquisition de Abbey par BSCH, la deuxième section présente les objectifs de la recherche et la méthodologie de cette étude, la dernière section mesure d'abord l'impact à court puis à long terme de l'annonce de l'acquisition sur la richesse des actionnaires.

Section 1. Les motivations de l'acquisition de la banque Abbey par BSCH

Fondée en 1857, Banco Santander Central Hispano est le résultat de la fusion de quatre banques espagnoles: Banco Santander, Banco Central, Banco Hispano Americano et Banco Español de Crédito. La fusion de Banco Santander et BCH (Banco Central Hispano) en janvier 1999 a créé le troisième groupe bancaire européen en termes de capitalisation boursière. En 2004, Santander enregistrait un bénéfice net de 3.136 millions d'euros, soit 20,1% de plus qu'en 2003. Au 31 Décembre 2004, Santander était la neuvième plus grande banque du monde, la quatrième en Europe et la première dans la zone euro en termes de capitalisation boursière, qui s'élevait à 57,1 milliards d'euros. Le groupe Santander comptait plus de 126.000 employés, 63 millions de clients, 10.000 succursales et 2,6 millions d'actionnaires.

Le groupe Santander opère en Espagne et dans d'autres pays européens notamment en Autriche, en République tchèque, Allemagne, Hongrie, Italie, Portugal, Pologne et Norvège et en Amérique. Avant la fusion, le groupe Banco Santander était le deuxième plus grand groupe bancaire dans la zone euro en termes de capitalisation boursière avec une capitalisation boursière de 44,8 milliards d'euros, des capitaux propres de 18 milliards de dollars et un actif total de 351,8 milliards (*Cf. tableau 36*).

Tableau 35 : Top 15 des banques de l'Union européenne

Rang	Banque	Pays	Capitalisation boursière(milliards euros)	Présence géographique
1	HSBC	Royaume-Uni	128,6	Asie, RU, France, États-Unis
2	Royal Bank of Scotland	Royaume-Uni	69	Royaume-Uni, États-Unis
3	Barclays	Royaume-Uni	47,3	Royaume-Uni, Espagne, France, États-Unis
4	BNP Paribas	France	42	France, États-Unis (Détail) Royaume-Uni (Banque d'Investissement)
5	HBOS	Royaume-Uni	40,7	Royaume-Uni, Irlande, Australie
6	ING	Pays-Bas	38,4	Pays-Bas, États-Unis (Assurance-vie) Europe
7	Grupo Santander	Espagne	38,0	Espagne, Portugal, Brésil, Mexique, Allemagne, Italie
8	Lloyds TSB	Royaume-Uni	35,3	Royaume-Uni, Nouvelle-Zélande
9	Deutsche Bank	Allemagne	34,5	Allemagne, Italie, Espagne, Portugal
10	BBVA	Espagne	31,1	Espagne, Mexique, Argentine
11	Société Générale	France	27,6	France, Europe de l'est (banque de détail)
12	ABN-Amro	Pays-Bas	27,0	Pays-Bas, États-Unis, Europe
13	Unicredito Italiano	Italie	26,4	Italie, Europe de l'est
14	Crédit Agricole	France	23,5	France, Belgique
15	Fortis	Belgique	20,4	Pays-Bas, Belgique, États-Unis

Source : Thomson Datastream, 2003.

1. Les motivations de l'acquisition de Abbey par Santander

Les objectifs du rachat de Abbey National par Santander sont clairement la diversification des risques (1.1), la pénétration du marché du Royaume-Uni (1.2) et enfin la création de valeur grâce aux synergies de coûts et de revenus (1.3)

1.1. La diversification géographique des risques

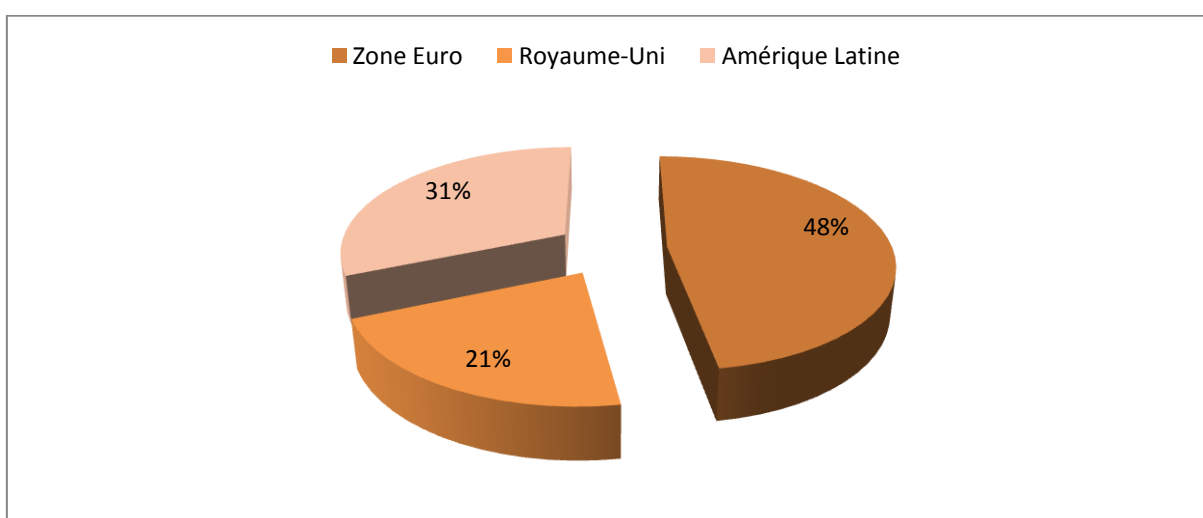
Avant la fusion le groupe Santander était actif dans le métier de la banque de détail qui est effectué à travers un réseau de 10.000 agences, avec 63 millions de clients dans trois grandes zones géographiques : l'Europe continentale, et en Amérique latine principalement. Santander opère sur un marché de 800 millions de personnes en Europe et en Amérique latine, sa présence dans ces zones géographiques apporte à Santander une diversification géographique des risques (euro, dollar et la livre sterling).

En Amérique Latine, le groupe Santander est le leader dans la banque de détail. Il est présent dans 10 pays avec plus de 18 millions de clients et 4010 succursales. Le groupe Santander est présent entre autres pays, à Porto Rico, au Venezuela, en Argentine et en Colombie. Le groupe Santander dispose de cinq unités principales : Santander Banespa (Brésil), Santander Serfin (Mexique), Santander Chili, Banco Santander Porto Rico et Banco de Venezuela.

Au Mexique, Santander est principalement présent dans les métiers de la banque de détail et de celui du crédit à la consommation. La banque de détail en Mexique est représentée par deux banques, Santander Central Hispano et Banesto, qui ont à elles seules plus de 4.200 succursales et 15 millions de clients. Le Groupe détient également le troisième plus grand groupe financier au Mexique avec une part de marché de 11% par l'intermédiaire de Santander Totta.

L'acquisition de Abbey National devait permettre à Santander de diversifier et d'élargir son portefeuille d'activités. En effet l'acquisition de Abbey a pour but stratégique de réduire l'exposition de Santander en Amérique latine, en diminuant la volatilité des recettes et la réduction des coûts de capital du groupe. En outre, l'acquisition devait permettre aussi à Santander de devenir un acteur mondial en se hissant au septième rang mondial en termes de capitalisation boursière avec un portefeuille d'activités très diversifié géographiquement, opérant en Europe continentale (49% de son activité), au Royaume-Uni (19%) et en Amérique latine (32%).

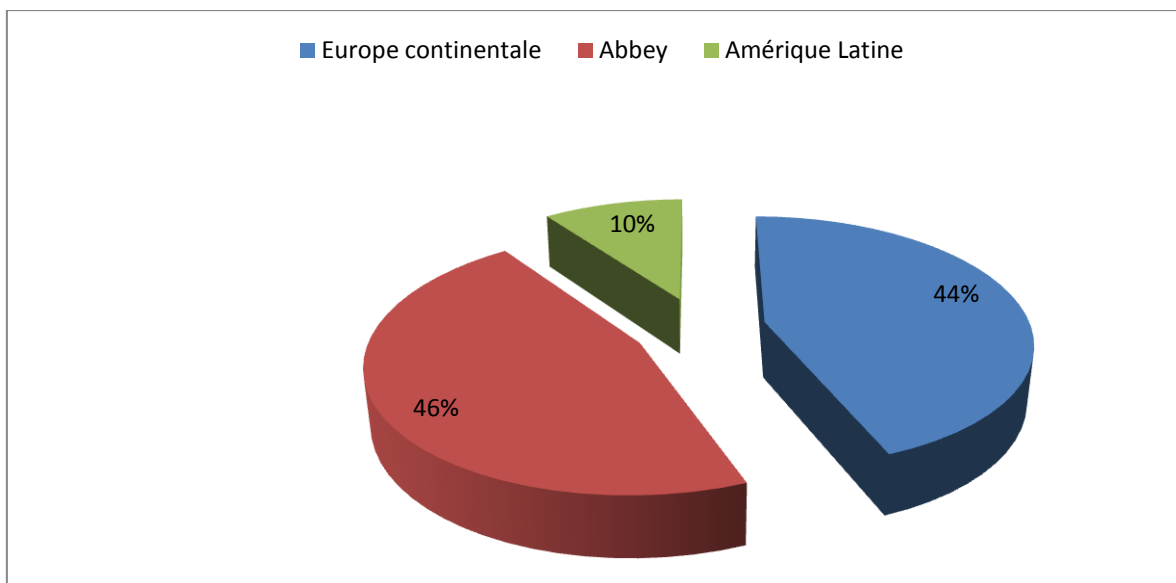
En Europe, Banco Santander est la première banque de détail en termes de parts de marché : Espagne (18%), et le troisième au Portugal (11%). L'acquisition visait à permettre à Santander de disposer d'un mix bien diversifié de bénéfices provenant de marchés matures, à forte croissance, et des zones économiques stables: 48% dans la zone euro, 21% au Royaume-Uni et 31% en Amérique latine (*Cf. figure 37*).



Source : Calcul fait par nos soins à partir des données de BSCH

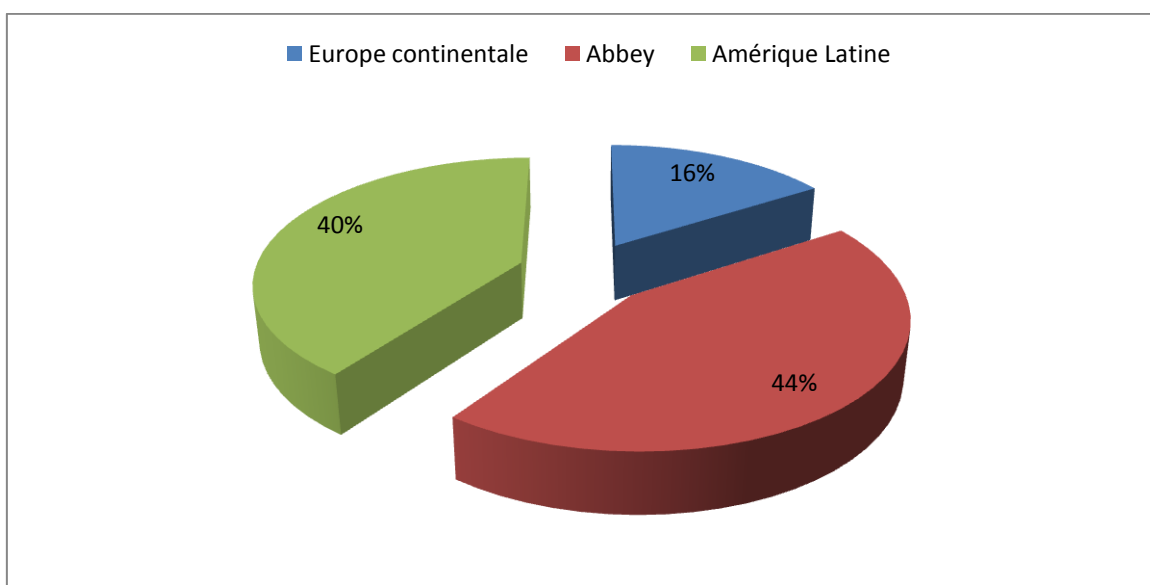
Tableau 36- Les sources des bénéfices de Santander dans le métier de la banque de détail

Notons que plus de 90% du portefeuille de prêts devait être dans les pays notés « AA » ou mieux par Standard & Poor's (Cf. figures 38 et 39).



Source : calcul fait par nos soins à partir des données de Santander, décembre 2004

Tableau 37: Répartition géographique du crédit accordé en %



Source : calcul fait par nos soins à partir des données de Santander, décembre 2004

Tableau 38: Répartition géographique des dépôts %

Le deuxième objectif stratégique est alors pour Santander de pénétrer le marché britannique afin de gagner des parts de marchés et de mettre en œuvre sa politique de diversification.

1.2. Pénétrer le marché bancaire britannique

Le Royaume-Uni est l'un des marchés bancaires les plus rentables en Europe. Abbey offre à Santander une plateforme idéale pour entrer dans le marché britannique, l'un des plus attractifs en Europe en termes de taille, de rentabilité et de stabilité (*Cf. tableaux 39 et 40*). L'économie britannique compte plus de 60 millions d'habitants. Le Royaume-Uni est la deuxième puissance économique de l'Europe en termes de PIB, son économe est très flexible donc moins exposée aux fluctuations des cycles économiques. La Livre Sterling est une monnaie internationale.

Tableau 39 : Le PIB, la population et le PIB par tête dans l'Union Européenne en 2004

Country	GDP-PPP (billions \$USD)	Population (2004).	GDP-PPP per capita (\$USD)
Austria	255.9	8174762	31304
Belgium	316.2	10348276	30556
Cyprus	20.3	775927	26098
Czech Republic	172.2	10246178	16806
Denmark	174.4	5413392	32216
Estonia	19.2	1341664	14333
Finland	151.2	5214512	28996
France	1737.0	60424213	28747
Germany	2362.0	82424609	28656
Greece	226.4	10647529	21263
Hungary	149.3	10032375	14882
Ireland	126.4	3969558	31842
Italy	1609.0	58057477	27714
Latvia	26.5	2306306	11503
Liechtenstein	0.8	33436	24674
Lithuania	45.2	3607899	12536
Luxembourg	27.3	462690	58938
Malta	7.2	396851	18201
Netherlands	481.1	16318199	29482
Poland	463.0	38626349	11987
Portugal	188.7	10524145	17930
Slovakia	78.9	5423567	14546
Slovenia	39.4	2011473	19593
Spain	937.6	40280780	23277
Sweden	255.4	8986400	28421
United Kingdom	1782.0	60270708	29567

Source : <http://politicalcalculations.blogspot.fr/2005/12/european-union-2004-gdp-rankings.html>

Comparé aux différents secteurs bancaires européens, le secteur bancaire au Royaume-Uni est très rentable en termes de ROE.

Tableau 40: European banking: Structure of Profit & Loss Account, 2003 (% of total assets)

Pays	Germany	Denmark	Finland	France	Greece	Ireland
Net interest income	0,79	1,34	1,57	1,26	3,05	2,02
Gross income	1,59	1,87	2,24	2,35	4,07	3,03
Administration expenses	-1,10	-1,03	-1,25	-1,46	-2,12	-1,51
Operating expenses	-1,20	-1,10	-1,38	-1,57	-2,48	-1,67
Net operating income	0,40	0,77	0,86	0,78	1,58	1,38
Provisions	-0,53	-0,05	0,28	-0,20	-0,43	-0,19
Profit before tax	-0,13	0,72	1,14	0,58	1,15	1,18
Net income	-0,19	0,56	1,04	0,41	0,83	0,91
Equity/ Total Assets (%)	2,72	4,32	7,94	3,72	6,37	5,11
Net income/Equity (%)	-6,92	12,67	3,15	1,02	13,10	17,75
Pays	Italy	Netherland	Portugal	UK	Sweden	Spain
Net interest income	2,42	1,68	2,29	2,01	1,53	2,46
Gross income	3,92	2,46	3,16	3,11	2,20	3,88
Administration expenses	-2,22	-1,59	-1,61	-1,53	-1,24	-1,89
Operating expenses	-2,56	-1,67	-1,84	-1,71	-1,34	-2,09
Net operating income	1,36	0,78	1,32	1,40	0,86	1,79
Provisions	-0,69	-0,17	-0,40	-0,35	-0,08	-0,44
Profit before tax	0,67	0,61	0,92	1,05	0,78	1,35
Net income	0,40	0,44	0,78	0,74	0,60	1,02
Equity/Total Assets (%)	3,56	6,20	4,63	4,04	6,49	5,11
Net income/Equity (%)	12,27	12,61	16,05	14,88	15,64	17,75

Source : ECB, 2004

1.3. La recherche de synergies

Les niveaux faibles de rendement de la banque Abbey offrent un fort potentiel de synergies de coûts en adoptant les meilleures pratiques de Santander afin d'accroître l'efficacité des dépenses informatiques et les niveaux de service à la clientèle. Santander espère également obtenir des synergies de revenus en élargissant le portefeuille de produits de la banque Abbey. L'acquisition de la banque Abbey a de fait significativement augmenté la taille de Grupo Santander. Son portefeuille de prêts de Santander a quasiment doublé, et ses actifs ont augmenté de 76%. Néanmoins, la contribution au résultat est beaucoup plus faible, 0,9 alors qu'elle est pour Santander de 2,6, ce qui souligne le potentiel d'amélioration de la rentabilité des actifs de la banque Abbey (*Cf. tableau 42*).

Tableau 41 : Configuration de la nouvelle entité (Santander+ Abbey National)

Milliards d'euros	Santander	Abbey	Santander+ Abbey	%Abbey/Santander
Actifs	351,8	266,1	617,9	76%
Prêts au Clients	172,5	163,1	335,6	95%
Dépôts	132,7	112	244,7	84%
Chiffre d'affaires	13,1	4,2	17,3	32%
Profit opérationnel	5,7	1,5	7,2	26%
Profit net	2,6	0,9	3,5	35%
Nombre de clients (millions)	41	18	59	44%
Succursales	9199	741	9940	8%
Employés (milliers)	103	28	131	27%
Capitalisation boursière	38	13	51	33%

Source : D'après les données de Santander et celles de Abbey National Plc, 2003

L'acquisition de Abbey pourrait créer une valeur substantielle grâce à la réduction des coûts. Car il faut noter qu'à part Bradford & Bringley, Abbey a un ratio cost to income ratio des plus élevés parmi les banques britanniques. (Cf. tableau 43).

Tableau 42 : Les données du secteur bancaire au Royaume-Uni en 2003

	Financial information				UK domestic lending activity		
	PER-2003	Market Cap (billions pounds)	Cost income ratio (CIR)	Return on Equity (ROE)	Total UK loans	Mortgages (%)	Consumer Credit (%)
Retail			46,6	17,2			
Abbey National	11,8	7,2	61,1	8,1	88,9	92,3	2,3
Alliance & Leicester	10,6	3,8	55,8	21,8	38,8	62,3	13,9
Bradford & Bringley⁴⁹	8,8	1,7	64,3	13,2	22	92,7	
HBOS	10	26,2	40,5	16,3	218	66,5	5,9
Northern⁵⁰ Rock	10,5	2,9	30,3	18	24,5	82,8	11
Universel banks	9,9	27,5	54,6	16			
Lloyds TSB	9,9	23,3	52,4	15,9	124,8	53,9	12,6
Barclays	9,8	29,9	58,3	16,3	135,4	42,9	15,8
Royal Bank of Scotland	9,9	29,3	53,1	16	145,3	29	15,2

Source : A partir des comptes annuels des banques

⁴⁹ Bradford & Bringley a été acquise par Santander en 2008.

⁵⁰ Durant les années 2007-2008, du fait de la crise des subprimes, la banque Northern Rock a d'abord été renflouée par l'Etat pour finalement être nationalisée.

1.3.1. LES SYNERGIES DE COÛTS

Au moment de l'acquisition, Abbey était beaucoup moins efficiente en termes de coûts que les autres banques de détail britanniques d'où l'opportunité pour Santander d'améliorer l'efficience de la banque Abbey en mettant en œuvre ses meilleures pratiques (*Cf. tableau 44*)

TABLEAU 43 : LA STRUCTURE DU COÛT DES BANQUES DE DÉTAIL AU ROYAUME-UNI EN 2003

	Norther Rock	RBS	HBOS	Barclays	Abbey National
Cost income ratio (%)	29,8%	49,2%	48,7%	52,7%	56,5%
IT costs as % of total	20,0%	8,2%	8,6%	Na	22,3%
RWAs (£m)	19 691	42 900	99 500	84 482	52 158
Branches	564	2 277	1 105	2 070	753
UK employes	4 500	77 200	42 500	61 600	24 813
Cost to RWAs (%)	1,00%	2,40%	2,09%	3,44%	3,02%
Cost to branches (%)	3,5%	Na	1,9%	1,4%	2,1%
Cost per employees (£)	43 844	Na	49 012	47 127	63 555

Source : Cheuvreux, 2004

**TABEAU 44 : LES DIFFÉRENTES ACQUISITIONS EFFECTUÉES PAR SANTANDER DE
1982 À 2008**

Année	Cible	Pays	Montant en millions de dollars US
1982	Banco Español Chile (CH	Chilie	50
1982	Banco del Litoral Asociados	Uruguay	N.A.
1987	Federal Savings Bank of Puert Rico	Porto Rico	102
1989	Bayamón Federal Savings	Porto Rico	N.A.
1990	Caguas Central Federal Savings Banks	Porto Rico	51
1991	First Fidelity	Porto Rico	596
1992	GFBital	Mexique	105
1995	Banco Santiago	Chilie	252
1995	Banco Interandino & Intervalores	Pérou	45
1995	Banco Mercantil	Pérou	44
1995	Banco del Sur	Pérou	108
1996	Banco Tornquist	Argentine	75
1996	Banco Osorno y La Union (CH)	Chilie	496
1996	Banco Central Hispano Puerto Rico	Porto Rico	289
1996	Banco de Venezuela	Vénézuela	351
1997	Grupo Financiero InverMéxico(ME	Mexique	502
1997	Banco Comercial Antioquño (CO	Colombie	146
1997	Banco Noroeste	Brésil	500
1997	Banco Geral do Cmercio	Brésil	202
1998	Banco Río de la Plata	Argentine	888
1998	Banco Rio de Plata	Argentine	131
1998	Banco Santa Cruz	Bolivie	168
1998	Banco Asuncion	Paraguay	N.A.
1999	Banco de Rio Tercero	Argentine	6
1999	Banco Totta é Acores	Portugal	N.A.
1999	Crédito Perdial Portugues	Portugal	N.A.
2000	Banco Meridional	Brésil	1000
2000	Banco do Estado de Sao Paulo	Brésil	3600
2000	Banco Serfín	Mexique	1500
2001	Banco Caracas	Vénézuela	340
2001	Banco do Estado de Sao Paulo	Brésil	1068
2002	Banco de Santiago (CH)	Chilie	N.A.
2003	Finconsumo	Italie	163
2003	Shinsei Bank	Japon	83
2003	Banco San Paolo Imi	Italie	243
2004	Abbey National	RoyaumeUni	15875
2007	ABN-Amro Holding NV	Pays-Bas	98189
2008	Alliances & Leicester	Royaume-Uni	2517

Source: D'après Guillen et Tsoegel, "The New Conquistadors Spanish Banks and the Liberalization of Latine American Financial Markets", the Wharton School, complete par nos soins.

Après avoir analysé les motivations de la fusion, nous allons expliciter les objectifs et la méthodologie de recherche

Section 2. Objectifs et méthodologie de recherche

Malgré les quelques rares études de l'impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires européennes sur la richesse des actionnaires qui ont été développées jusqu'à maintenant concernant le secteur bancaire européen, aucune ne semble réellement devoir s'imposer par rapport aux autres en ce qui concerne le long terme. En effet, comme nous l'avons montré dans le cinquième chapitre, les études empiriques qui ont été réalisées pour tester l'effet patrimonial des annonces de fusions et acquisitions bancaires sur la richesse des actionnaires montrent que les acquéreurs sortent perdants à l'issue de l'annonce de la transaction. Devant cette incapacité à obtenir des conclusions unanimes à partir d'études empiriques, le recours à l'étude de cas semble approprié non seulement pour comprendre la motivation des fusions et acquisitions bancaires européennes mais aussi pour mesurer leur impact à court et long terme sur la richesse des actionnaires.

L'acquisition de la banque Abbey par BSCH constitue un terrain idéal pour cela. D'une part, cette opération est intéressante, car il s'agit de l'une des premières fusions et acquisitions bancaires européennes transfrontalières d'une telle envergure. D'autre part, l'opération ayant eu lieu en 2004, elle permet également d'étudier l'impact à long terme de l'acquisition de la banque Abbey par BSCH sur la richesse des actionnaires. La détermination de l'impact de l'annonce de l'acquisition de Abbey par Santander par les études d'évènement, nécessite de calculer la rentabilité de marché, la rentabilité des titres et enfin le calcul des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées.

1. Mesure de la richesse des actionnaires à court terme

Nous avons opté pour l'indice Dj Euro Stoxx Bank qui est pour nous le plus représentatif de la rentabilité du marché. L'étude a été menée à partir des rentabilités journalières des deux banques, extraites de la base de données de Data Stream. Pour mesurer la rentabilité du marché, nous avons effectué la collecte des cours boursiers des différentes banques ajustés avec les dividendes de la valeur de l'indice Dj Euro Stoxx Bank sur 314 jours antérieurs à la date d'annonce officielle. La rentabilité du titre (R_{it}) et de l'indice de marché (R_{mt}) est calculée :

$$E[R_{it}] = \frac{R_{it} - R_{it-1} + D_{it}}{R_{it-1}} * 100$$

C'est sur la base de cours journalier que nous avons calculé la rentabilité des titres et nous avons opté pour les cours de clôture de fin de journée.

$$R_{mt} = \frac{R_{mt} - R_{mt-1}}{R_{mt-1}} * 100$$

Les hypothèses que nous souhaitons tester concernent la nullité des rentabilités anormales pour chaque date de la fenêtre événement [-60 ; 60] et d'autre part la rentabilité anormale moyenne cumulée sur la période [t₁, t₂].

Une fois les annonces collectées et les échantillons constitués, l'étude d'évènement est mise en place afin de mesurer la réaction du marché aux différentes annonces. La mesure de l'impact d'une annonce se fait à travers le calcul des rendements anormaux autour de la date d'annonce.

La première estimation des rentabilités anormales moyennes nous sera donnée par le calcul des rendements anormaux moyens pour chacun des 60 jours centrés autour de la date d'annonce de l'opération. L'étude du rendement anormal moyen sera complétée par une étude des rendements anormaux moyens cumulés. Cette dernière permet d'examiner l'impact des annonces sur la richesse des actionnaires. Les rentabilités ont été estimées sur une période allant de 255 jours à 59 jours avant la fenêtre événement.

La rentabilité anormale (AR) de chaque banque correspond à la rentabilité en excès provoquée par l'annonce. Elle est la différence entre la rentabilité observée et la rentabilité théorique qui aurait dû se produire en l'absence de l'opération de F&A. Cette rentabilité théorique est estimée par régression en série temporelle sur la période d'estimation afin que les paramètres du modèle ne soient affectés par la survenance de l'évènement [-255, -59].

Le modèle de marché suppose que la rentabilité attendue d'un titre donné est fonction linéaire de la rentabilité de l'indice de marché à la même date. Pour le titre i à la date t, on a :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : est le rendement du titre pendant la période t ,
 R_{mt} : le rendement du marché pendant la période t ,
 ε_{it} : désigne le terme d'erreur (ou perturbation).

Les paramètres du modèle sont α_i et β_i et on suppose que R_{mt} est une variable observée sans erreur c'est-à-dire une variable certaine. R_{mt} est indépendante du terme d'erreur ε_{it} .

Sur le marché des actions, la rentabilité des titres est liée à la rentabilité du marché par un coefficient de proportionnalité appelé coefficient Bêta. Ce qui signifie qu'une variation du marché implique une variation équivalente du prix du titre au coefficient bêta près. Pour déterminer cette droite de régression définie par les paramètres alpha " α " et bêta " β ", nous avons fixé une période de référence qui est censée refléter la tendance du marché avant l'annonce de l'acquisition. Notre choix s'est porté sur les trois mois autour de la date d'acquisition.

L'écart entre rentabilité observée et rentabilité théorique mesure l'effet de l'événement sur le cours de l'action de Santander au 23 juillet 2004. La rentabilité anormale se définit comme la différence entre la rentabilité effectivement observée du titre et sa rentabilité théorique, elle représente la rentabilité qui aurait dû avoir lieu en l'absence d'événement, elle s'écrit :

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

R_{it} est la rentabilité du titre observée au jour, $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les paramètres de la droite de régression représentant le modèle de marché pour le titre i . $R_{m\tau}$ est la rentabilité de l'indice de marché Dj Stoxx Bank au jour τ . Les paramètres de régression ont été estimés sur une période de 255 jours et 59 jours avant la date d'événement. La période d'événement s'étend de -60 jours à +60 jours autour de la date d'annonce et 0 constitue la date d'annonce (l'intervalle de temps unitaire retenu pour l'étude est ici la journée afin de visualiser avec plus de précision le jour où l'annonce produit ses effets).

Enfin pour mesurer l'impact global de l'événement, les rentabilités anormales moyennes sont cumulées afin d'obtenir les rentabilités anormales moyennes cumulées (CAAR-Cumulate Average Abnormal Return).

$$CAAR_{\tau} = \sum_{\tau=-20}^{20} AAR_{\tau}$$

Ce dernier calcul permet de suivre l'impact de l'événement étudié au cours du temps et est surtout utile quand l'incertitude portant sur la date d'annonce est relativement grande.

2. Calcul des rentabilités à long terme

Suite à l'annonce de l'offre de Santander sur Abbey, nous avons cherché à savoir quel impact à long terme avait eu cette acquisition sur la richesse des actionnaires de Santander et sur ceux de la banque Abbey. Depuis Ritter (1991), la rentabilité anormale *buy and hold* est devenue la méthode générale pour calculer les rentabilités anormales à long terme. Nous nous sommes inspirés de cette méthode pour calculer l'impact à long terme de cette acquisition sur la richesse des actionnaires de Santander. Contrairement aux rentabilités anormales cumulées fondées sur une addition des taux de rendement, les rendements composés s'appuient sur une logique d'intérêts composés à taux variable. Nous avons calculé les rentabilités mensuelles sur la période de trois ans pour les deux banques concernées et pour un certain nombre de benchmarks de la façon suivante :

$$R_i = \prod_{t=1}^{36} (1 + R_{it})$$

Section 3. Les résultats de l'acquisition de la banque Abbey par Santander

Dans la première section nous avons analysé les motivations de l'acquisition de Abbey. Dans cette section nous allons vérifier empiriquement si Santander a atteint ses objectifs en termes de création de valeur actionnariale. Dans ce qui suit nous allons tout d'abord analysé l'impact à court terme de l'annonce de l'acquisition de la banque Abbey par Santander (3.1) avant de mesurer l'impact de cette annonce à long terme (3.2).

3.1. L'impact à court terme de l'annonce de l'acquisition sur la richesse des actionnaires

Nous allons d'abord étudier l'effet de l'acquisition sur le patrimoine des actionnaires de la banque Abbey (3.1.1), ensuite sur celui des actionnaires de Santander (3.1.2) et enfin sur celle des entités combinées (3.1.3).

3.1.1. Effet de l'acquisition sur la richesse des actionnaires de la banque Abbey

Sur la fenêtre $[-60 ; 0]$ les rentabilités anormales de Abbey sont pour la plupart négatives. A partir de T_0 les rentabilités anormales de la banque Abbey s'inversent et enregistrent une hausse de 17,2582%. A cette date les rentabilités anormales cumulées ont atteint leur niveau le plus élevé sur la période d'étude.

Du 23 juillet au 15 octobre 2004, c'est à dire à l'issue de l'annonce de l'acquisition, les rentabilités anormales cumulées n'ont pas dépassé celles du 23 juillet et se sont restreintes à +17,4026%. On peut donc en conclure qu'entre les deux dates, le marché réajuste ses anticipations.

Sur la période pré-annonce, la rentabilité anormale cumulée de Abbey est de 15,2582%, supérieure à celle observée sur la période post-annonce qui n'est que de 9,9689%. L'annonce de l'acquisition semble avoir été anticipée par les actionnaires de Abbey.

L'observation de la période post-annonce nous permet de constater que la rentabilité anormale cumulée s'est maintenue à 17,4026 au 15 octobre 2004, confirmant que les gains réalisés sur

les titres de la banque Abbey sont intégrés au patrimoine de l'actionnaire. (Cf. tableau 46 et figures 41 et 42)

Tableau 45: Effet de l'annonce sur la richesse des actionnaires de Abbey

Date	Fenêtres	Rentabilités anormales cumulées
[30/04/2004-23/07/2004]	$[T_{-60} ; T_0]$	+15,2582 %
[23/07/2004-15/10/2004]	$[T_0 ; T_{+60}]$	+9,9689 %
[25/06/2004-20/08/2004]	$[-T_{-20} ; T_{+20}]$	+17,0050 %
[30/04/2004- 15/10/2004]	$[T_{-60} ; T_{+60}]$	+17,4026 %
Dates	Fenêtre	Rentabilités anormales
23/07/2004	T_0	+17,2582%

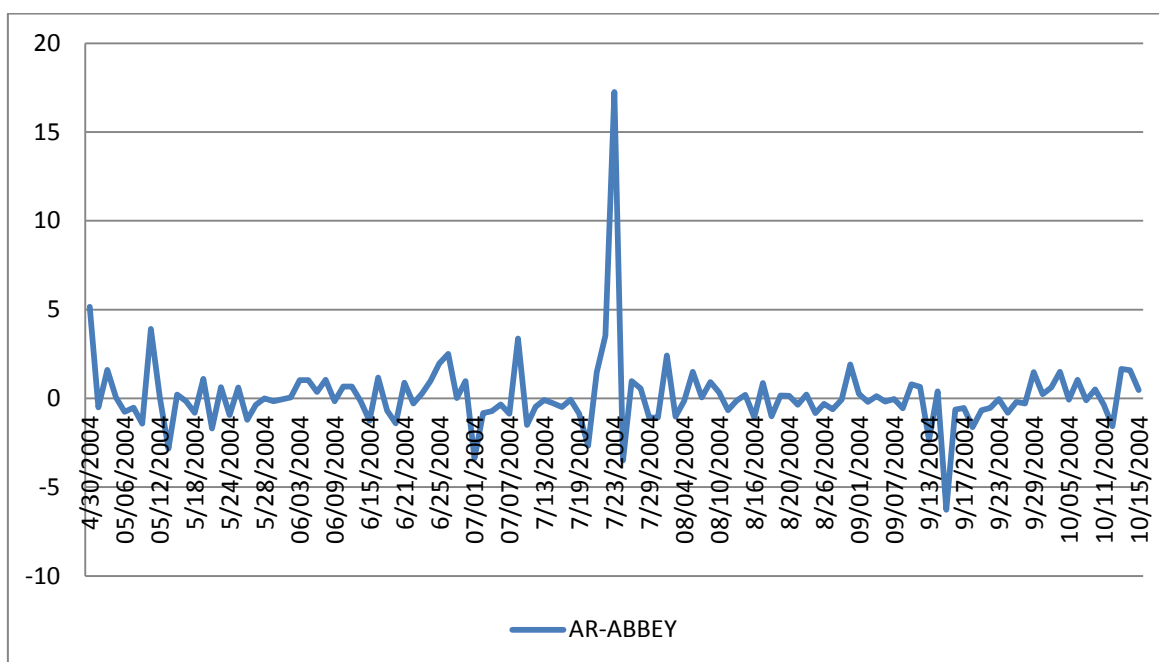


Figure 41: Évolution de rentabilités anormales de Abbey (AR%)

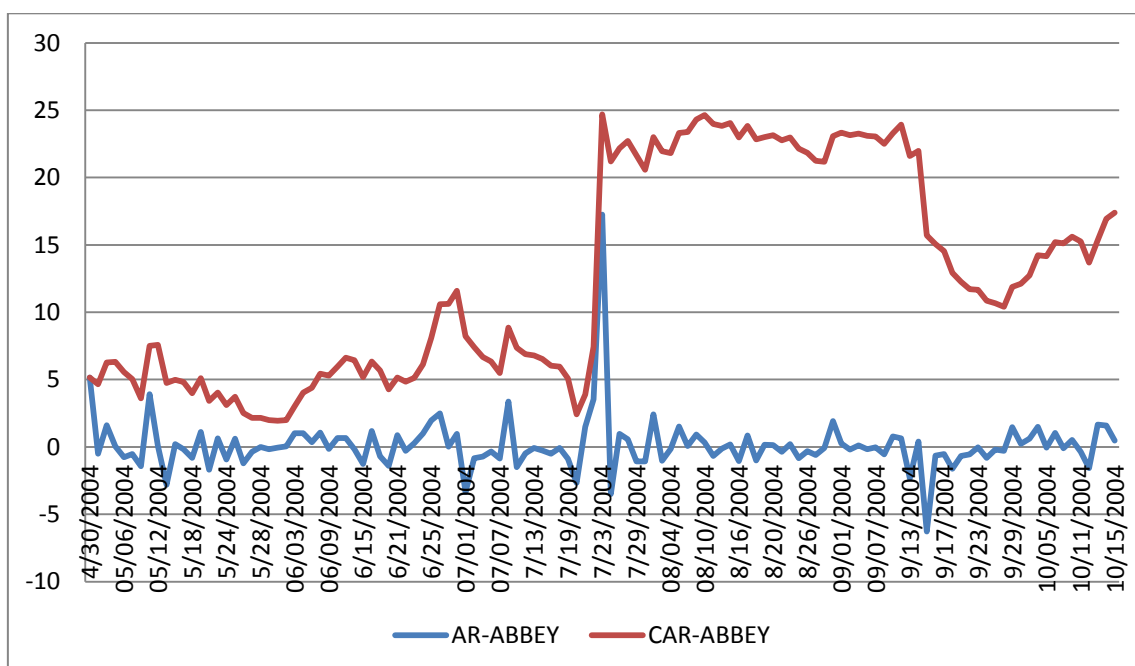


Figure 42: Évolution des rentabilités anormales moyennes (AAR%) et des rentabilités anormales moyennes cumulées (CAR%) de la banque Abbey

3.1.2. Le cas de Santander

Pour Santander, les rentabilités anormales sont globalement négatives. A T_0 , date d'annonce de l'acquisition Santander enregistre une rentabilité anormale de -0,8754%. Notons que sur la fenêtre [-60 ; 0], c'est-à-dire sur la période pré-annonce, les rentabilités anormales cumulées de Santander sont négatives et s'élèvent à -5,0517%. Sur la fenêtre [-20 ; 20], Santander enregistre une rentabilité anormale cumulée de -10,6630%. Par ailleurs sur l'ensemble de la période d'étude Santander enregistre une rentabilité anormale cumulée de -1,1074% d'où une destruction de valeur (Cf. tableau 47 et figures 43 et 44)

Tableau 46 : Impact de l'acquisition de Abbey sur la richesse des actionnaires de Santander

Date	Fenêtres	Rentabilités anormales cumulées
[30/04/2004-23/07/2004]	$[T_{-60} ; T_0]$	-5,0517 %
[23/07/2004-15/10/2004]	$[T_0 ; T_{+60}]$	+3,0687 %
[25/06/2004-20/08/2004]	$[T_{-20} ; T_{+20}]$	-10,6630 %
[30/04/2004- 15/10/2004]	$[T_{-60} ; T_{+60}]$	-1,1074 %
Dates	Fenêtre	Rentabilités anormales
23/07/2004	T_0	-0,8754 %

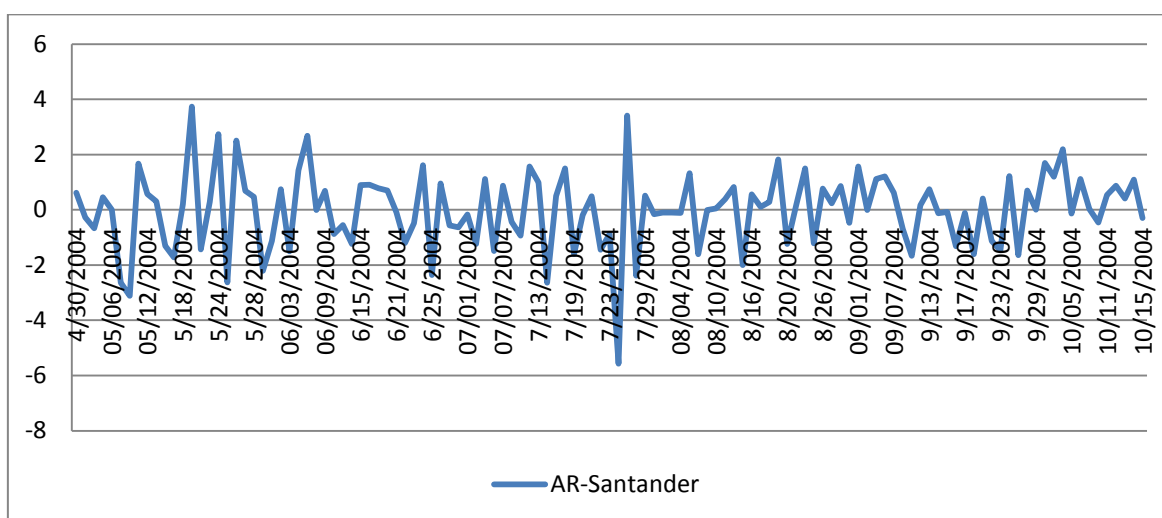


Figure 43: Évolution des rentabilités anormales (AR%) de Abbey

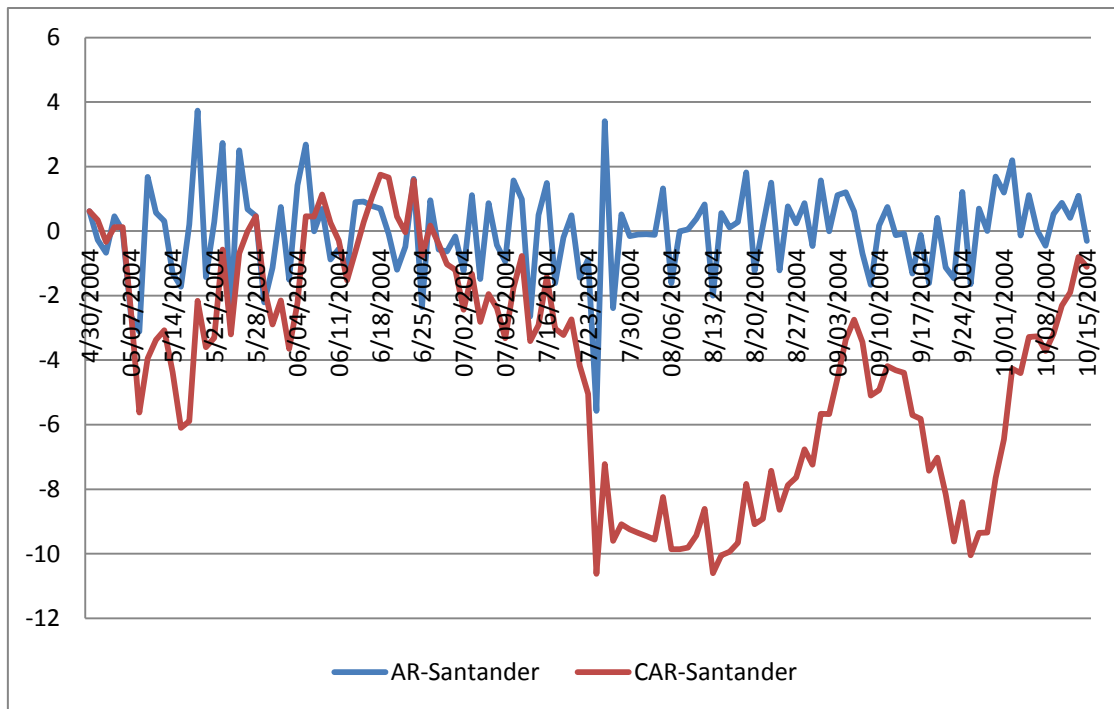


Figure 44: Évolution des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées de Santander

Si l'on compare les courbes des rentabilités anormales cumulées, on s'aperçoit que l'effet d'annonce positif pour Abbey débute brutalement à 17,2582% au 23 juillet après un retournement de tendance, alors qu'à la même date, Santander enregistre une rentabilité anormale cumulée négatives -5,051%. A une forte montée des rentabilités anormales de la banque Abbey correspondent des pertes pour les actionnaires de Santander.

3.1.3. Les cas des entités combinées

En ce qui concerne les entités combinées, (Cf. tableau 48 et figures 45 et 46), à T_0 , date d'annonce de l'acquisition les entités combinées enregistrent une rentabilité anormale de 1,2439%. Sur la fenêtre [-20 ; 20] les rentabilités anormales cumulées sont de -4,8067% ; l'acquisition a détruit de la valeur pour les entités combinées. Cependant, sur l'ensemble de la fenêtre d'étude, nous remarquons une création de valeur de l'ordre de +2,8107%.

Tableau 47 : Impact de l'acquisition sur la richesse des entités combinées

Date	Fenêtres	Rentabilités anormales cumulées
[30/04/2004-23/07/2004]	$[T_{-60} ; T_0]$	+1,2439 %
[23/07/2004-15/10/2004]	$[T_0 ; T_{+60}]$	4,5292 %
[25/06/2004-20/08/2004]	$[T_{-20} ; T_{+20}]$	-4,8067 %
[30/04/2004- 15/10/2004]	$[T_{-60} ; T_{+60}]$	+2,8104 %
Dates	Fenêtre	Rentabilités anormales
23/07/2004	T_0	+1,2439%

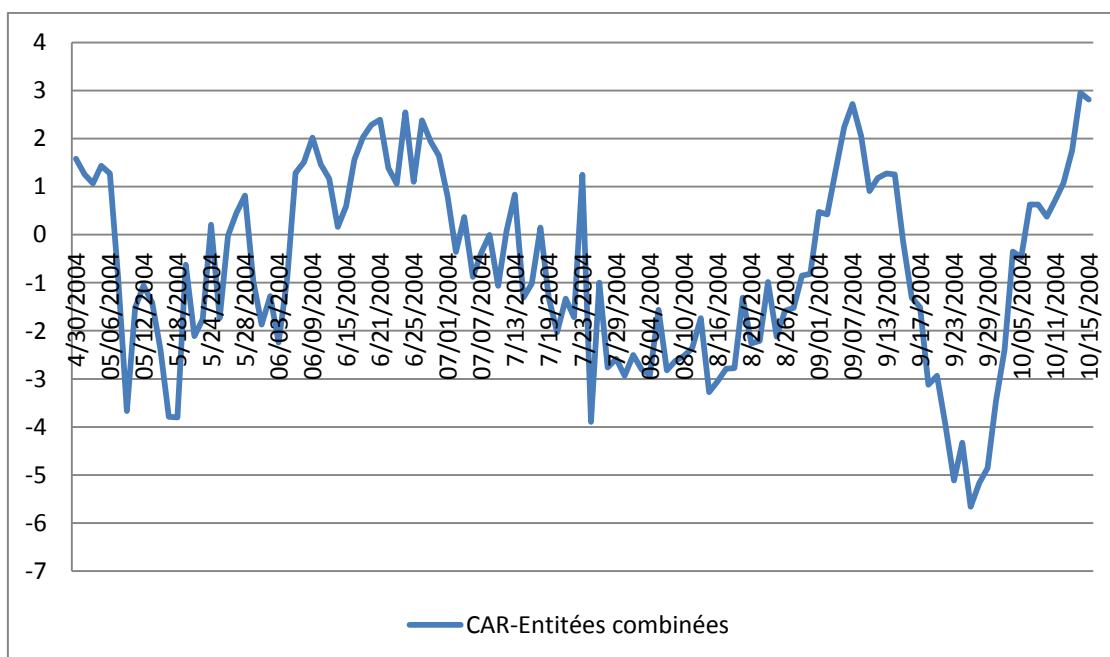


Figure 45: Évolution des rentabilités anormales cumulées (CAR%) des entités combinées

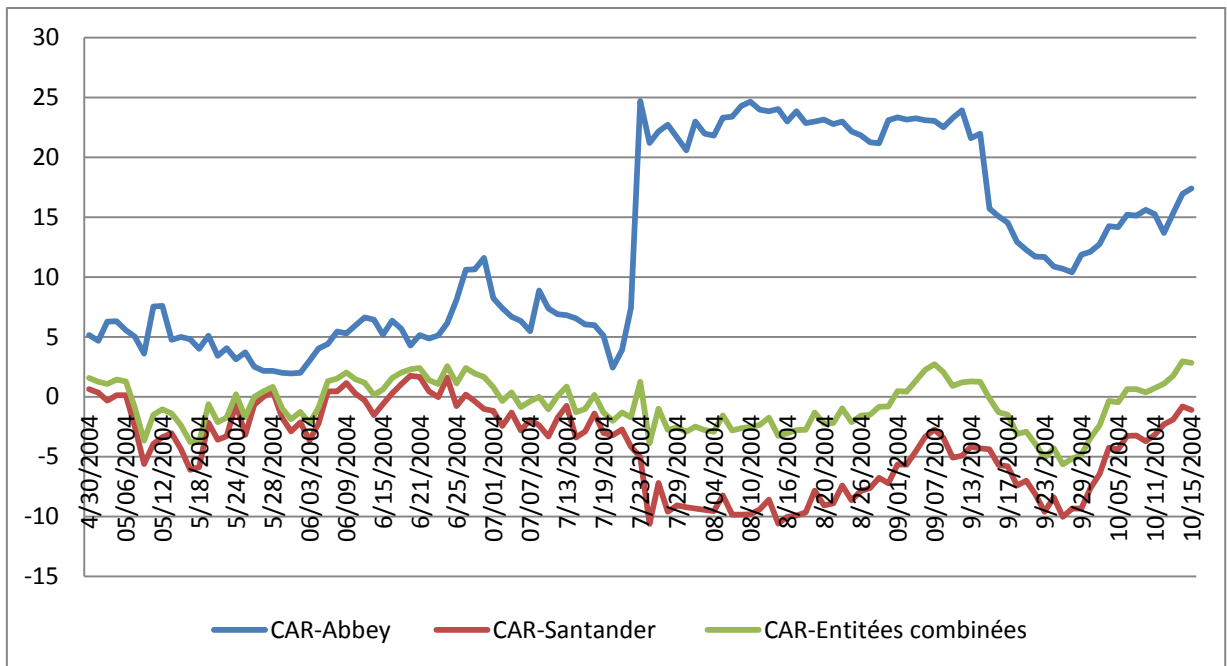


Figure 46: Évolution des rentabilités anormales cumules de Abbey, Santander et des entités combinées

Cette tendance négative ou nulle des rentabilités anormales pour Santander sur l'ensemble de la période d'étude montre nettement que les actionnaires de Santander ne bénéficient pas de l'acquisition (Cf. figure 47).

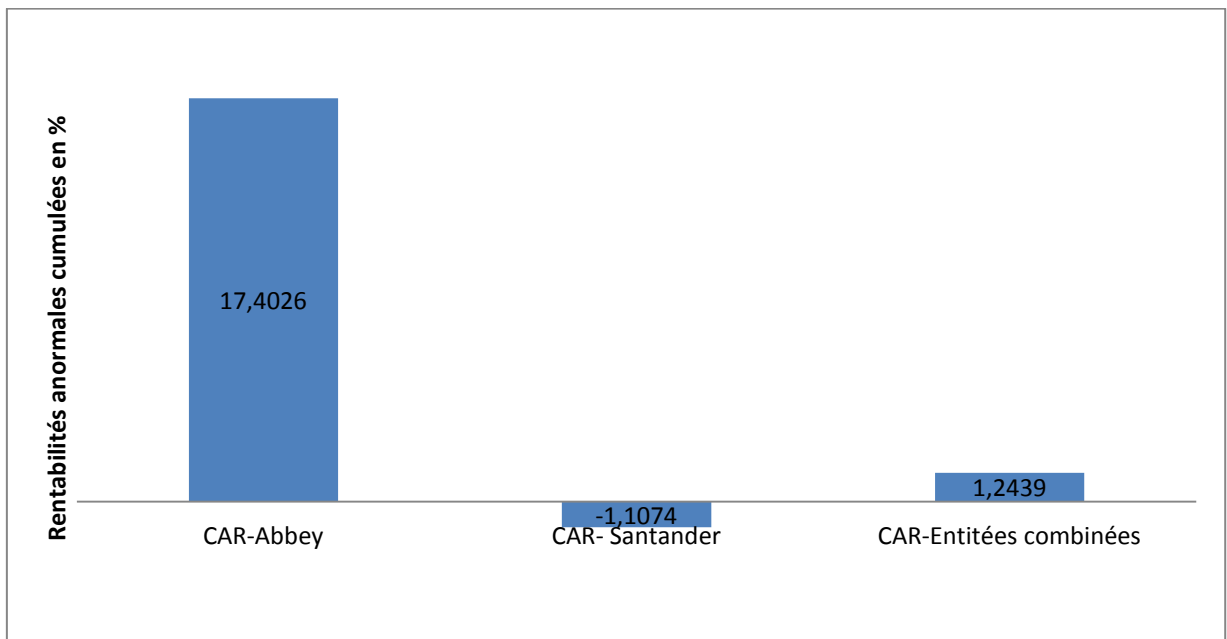


Figure 47: Impact de l'acquisition sur la richesse des actionnaires de Abbey, Santander et des entités combinées

Néanmoins, la création de richesse générée par l'OPA est inégalement répartie entre les actionnaires de Santander et ceux d'Abbey. Cette prime correspond en réalité à un transfert de richesse entre actionnaires de Santander et actionnaires d'Abbey, ceux-ci recevant plus que la valeur réelle de leur société.

Dans cette section, nous avons en évidence une hausse importante et significative des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées de la banque Abbey et, au contraire, la performance de Santander pour qui, la performance est négative. Les actionnaires de Abbey sont les grands vainqueurs de l'acquisition avec une rentabilité anormale cumulée de +17,4026%.

Les actionnaires de Santander sont, quant à eux, lésés par l'opération lancée par leurs dirigeants, avec une rentabilité anormale globalement négative durant les périodes qui suivent l'annonce. Dans la section qui suit nous allons analyser l'impact de cette acquisition sur le long terme, c'est-à-dire en 2007.

3.2. Impact à long terme de l'acquisition de la banque Abbey par BSCH sur la richesse des actionnaires

Sur le long terme, cette acquisition s'avère bénéfique pour les actionnaires de Santander. Le tableau 49 et la figure 48 présentent les performances mensuelles de la Santander et celles des différents benchmarks au cours des trois années suivant l'acquisition de la banque Abbey par Santander. On observe que la performance de Santander a été plus importante que celle de la plupart de ses concurrents. Par contre, il est intéressant de remarquer que cette performance n'a pas été immédiate.

Au bout de deux ans, la performance de Santander est plus faible que celle de ses concurrents européens. L'acquisition a clairement sous-performé son indice de référence. En effet, Santander a fait moins que l'indice DJ Euro Stoxx Bank d'environ 4 points sur deux ans.

Cette baisse de la performance boursière de Santander pourrait être liée au fait que le marché pensait que Santander a payé plus que la valeur de la banque Abbey et ne croyait pas au potentiel de synergies.

La tendance se renverse au bout de la troisième année, la rentabilité de BSCH est supérieure à tous les benchmarks utilisés dans cette étude. À partir de 2007, BSCH a rattrapé l'indice en dépit du fait qu'il semble exister un certain scepticisme des investisseurs sur l'impact possible de la détérioration du cycle du logement au Royaume-Uni.

Tableau 48: Évolution des rentabilités de Santander et de ses benchmark à long terme

Mois	BSCH	Barclays	BNP Paribas	Llyods TSB	ING	Deutsche Bank	BBVA	FSTE 100	EURO STOXX BANK (SX7E.Z)
1-12	127,60%	128,13%	113,28%	125,85%	125,85%	127,29%	109,96%	119,70%	129,12%
1-24	154,20%	154,06%	166,36%	150,43%	181,17%	165,22%	168,06%	134,33%	158,70%
1-36	191,19%	169,52%	175,26%	159,67%	179,33%	185,57%	179,90%	140,84%	174,74%

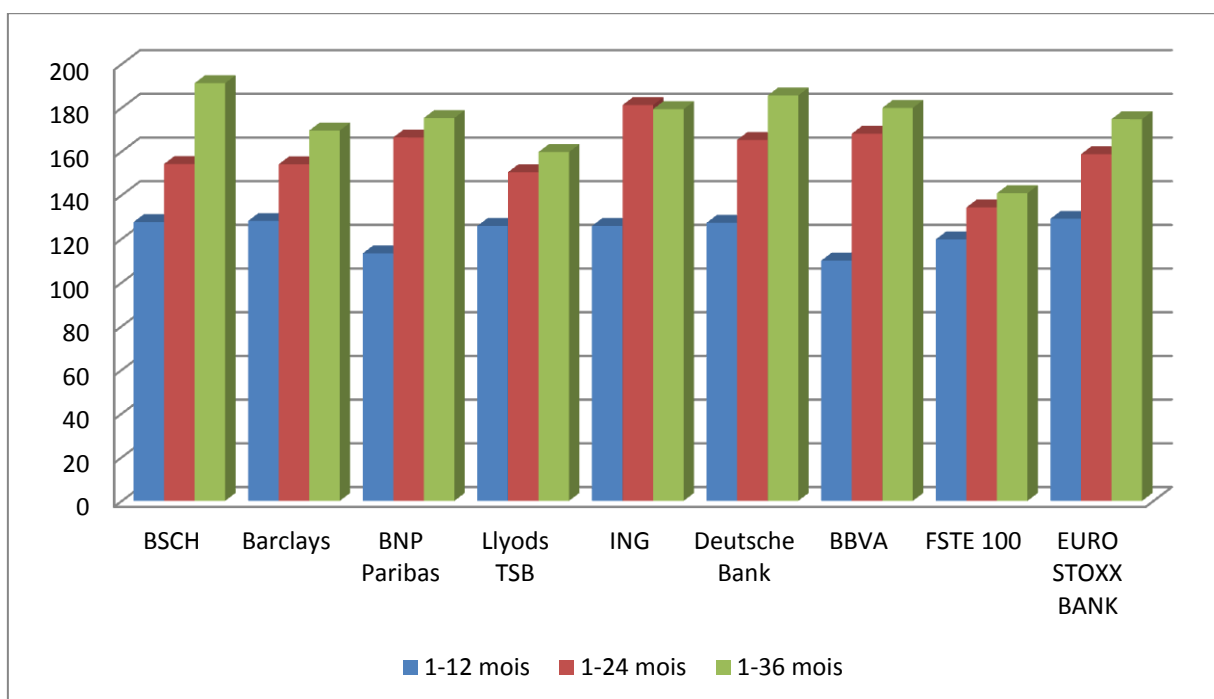


Figure 48: Évolution à long terme de la rentabilité de Santander et de ses différents benchmarks (2004-2007)

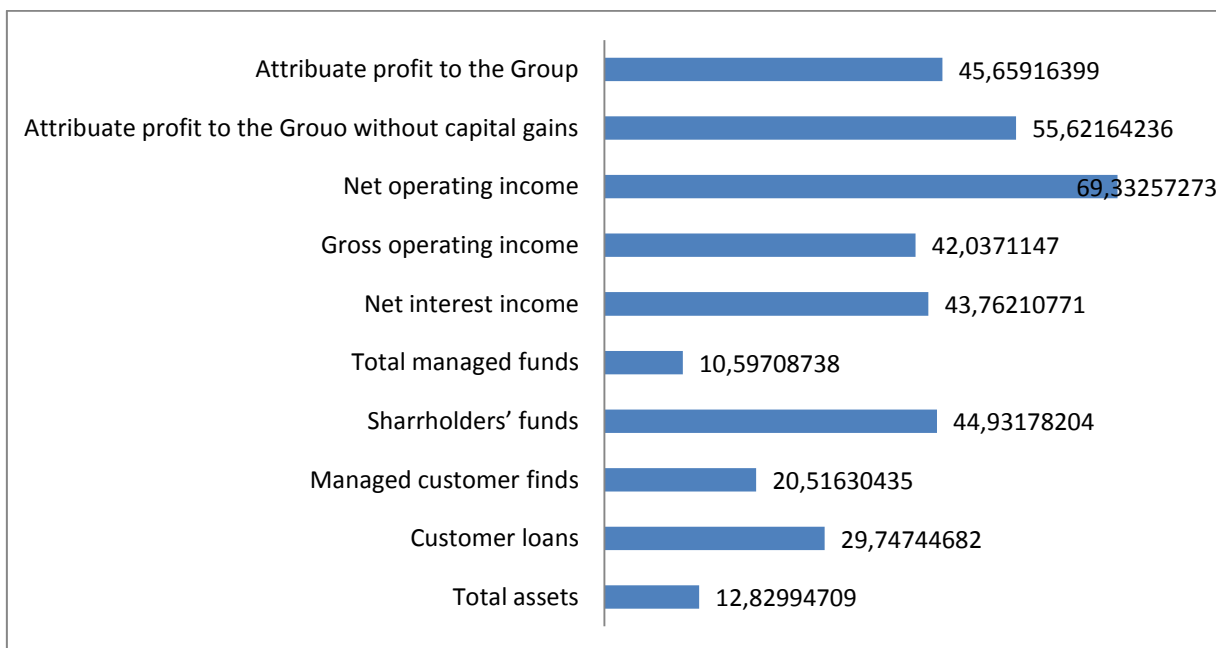
Depuis l'acquisition de Abbey, la valeur de marché de Santander a augmenté considérablement. Dans les trois années qui ont suivi l'acquisition, la valeur de marché de Santander a atteint 191%. On peut donc conclure que l'acquisition de la banque Abbey a influencé de manière positive la valeur de marché de Santander. L'acquisition a généré de la valeur pour les actionnaires. La valeur de marché de Santander a augmenté d'environ 65 points entre le 24 juillet 2004 et le 24 juillet 2007, elle a réalisé une performance nettement meilleure que les indices comparables.

L'acquisition semble avoir été une réussite pour Santander. En effet, entre 2005 et 2007, le groupe a enregistré de très bons résultats : les profits du groupe ont augmenté d'environ 45%, la taille de ses actifs s'est accrue de 12,82% (Cf. Tableau 50 et figure 49)

Tableau 49 : Évolution de la performance de Santander (2005-2007)

	2007	Variation 2005- 2007	2006	2005
Total assets	912915	12,82%	833873	809 107
Customer loans	565477	29,94%	523 346	435829
Managed customer finds	784995	20,51%	739223	651360
Shareholders' funds	51945	44,93%	40062	35841
Total managed funds	1063892	10,59%	1000996	961953
Net interest income	14842	43,76%	12076	10324
Gross operating income	27095	42,03%	22333	19076
Net operating income	14842	69,33%	11218	8765
Attribute profit to the Group without capital gains	8111	55,62%	6582	5212
Attribute profit to the Group	9060	46,65%	7596	6220

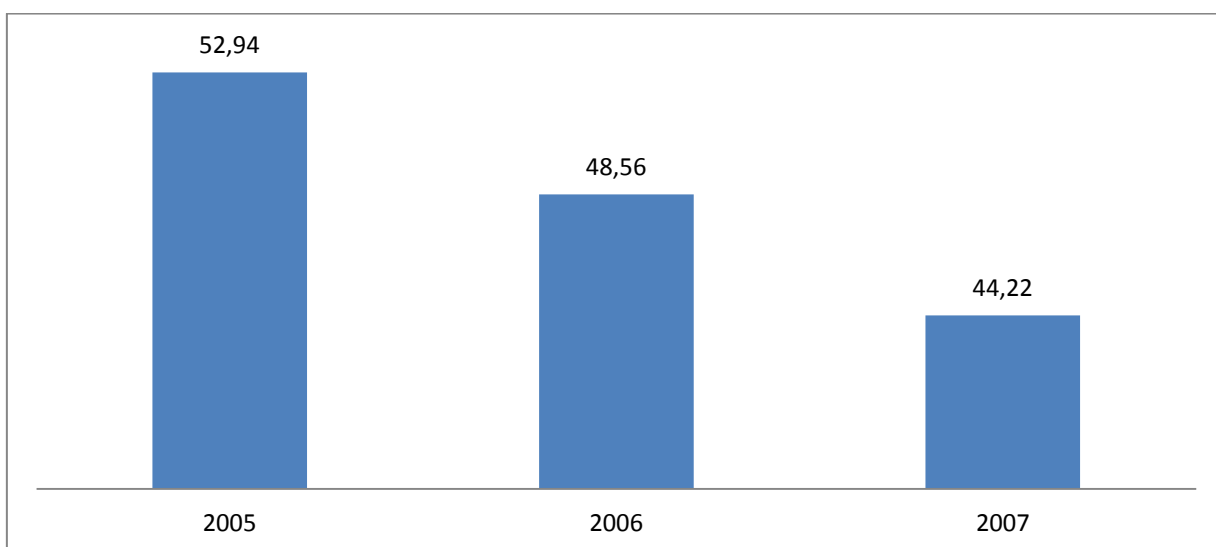
Source : BSCH annual, report 2007



Source : Source : BSCH annual, report 2007

Figure 49: Évolution de de la performance de Santander entre 2005-2007 (%)

Ces bons résultats du groupe Banco Santander semblent être la conséquence d'une meilleure efficacité en termes de coûts. En effet le ratio d'efficacité est passé de 52,94% en 2005 à 44,22% en 2007 (Cf. figure 50)



Source : BSCH annual, report 2007

Figure 50 : Évolution de l'efficacité de Santander (2005-2007)

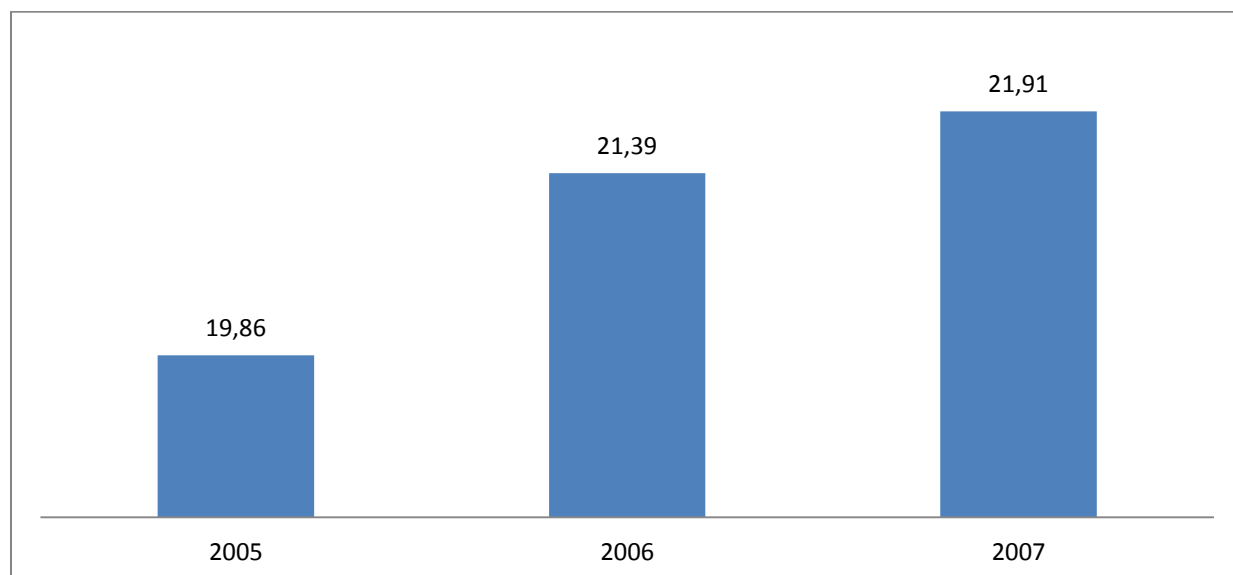
Les résultats du groupe Santander ont favorisé une hausse de la rémunération de son

actionnaire. Le ROE de Santander est passé de 19,86% en 2005 à 21,91% en 2007
(Cf. tableau 51 et figure 51).

Tableau 50 : Évolution du ROE de Santander

Ratios (%)	2007	2006	2005
Efficiency	44.22	48.56	52.94
ROA	1.09	1.00	0.91
RoRWA	1.95	1.83	1.78
ROE without capital gains	19.61	18.54	16.64
ROE	21.91	21.39	19.86
BIS ratio	12.66	12.49	12.94
Tier 1	7.71	7.42	7.88
Non-performing loans (NPLs)	0.95	0.78	0.89
NPL coverage	150.55	187.23	182.02

Source : BSCH annual, report 2007



Source : BSCH annual, report 2007

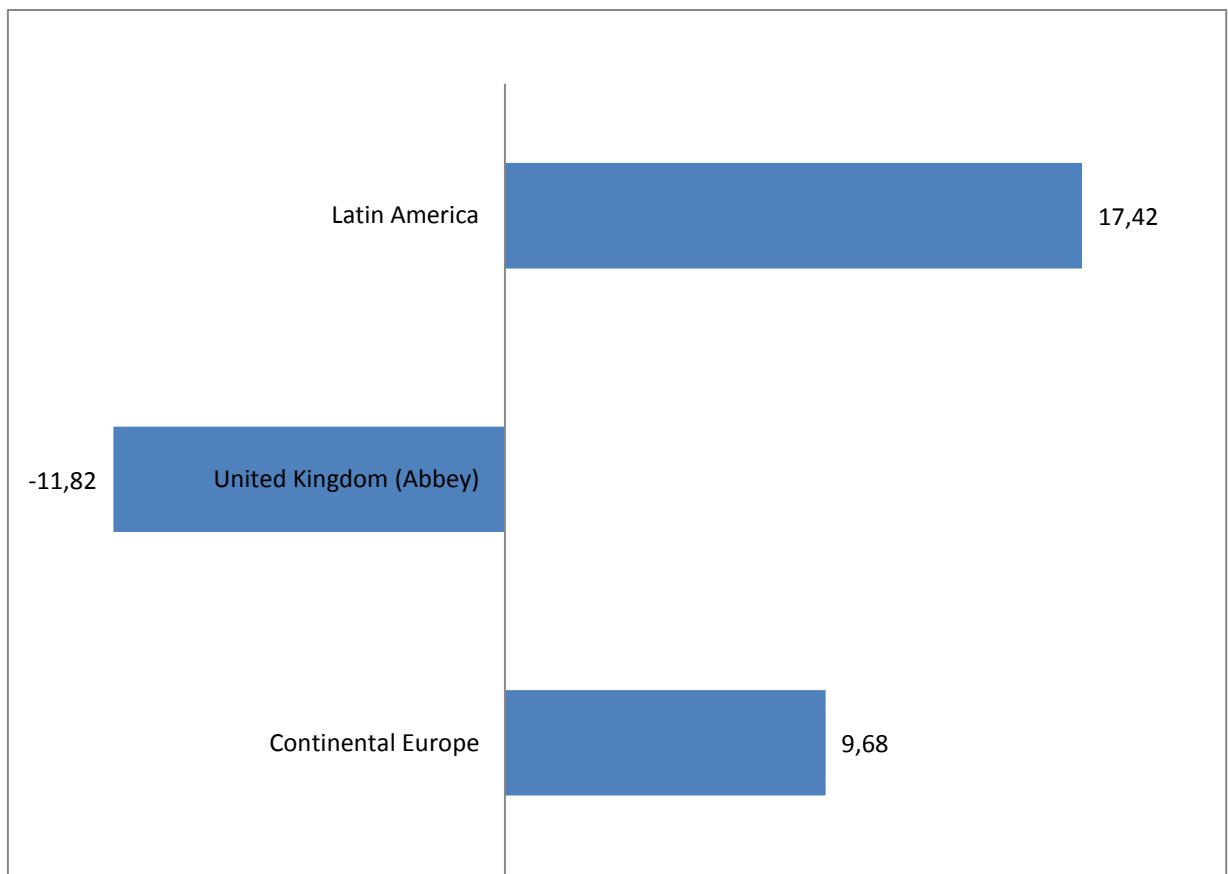
Figure 51: Évolution du ROE de Santander (2005-2007) en %

Cette réduction de coûts et cette hausse de la rentabilité des capitaux propres s'est fait en partie grâce à une réduction du personnel de Abbey. En effet, le nombre d'employés de la banque Abbey est passé de 19084 en 2005 à 16827 salariés soit 2257 suppressions d'emplois c'est-à-dire une baisse des effectifs d'Abbey de 11,82% (Cf. tableau 52 et figure 52)

Tableau 51 : Évolution du nombre d'employé de la banque Abbey (2005-2007)

	2007	2006	2005
Numbers of shareholders	2278321	2310846	2443831
Number of employees	131819	123731	120047
Continental Europe	47838	44216	43612
United Kingdom (Abbey)	16827	17146	19084
Latin America	65628	60871	55889
Financial Management and Equity Stakes	1526	1498	1462
Number of branches	11178	10852	10201
Continental Europe	5976	5722	5389
United Kingdom (Abbey)	704	712	712
Latin America	4498	4368	4100

Source : D'après les données de Santander, 2007



Source : BSCH annual, report 2007

Figure 52 : Évolution du nombre de salariés de Abbey (2005-2007) en %

Conclusion

Dans cette étude de cas nous avons confronté les principaux résultats empiriques concernant l'effet des annonces des fusions et acquisitions bancaires sur la richesse des actionnaires à un cas concret, celui de l'acquisition de la banque Abbey par Santander. Ce cas est particulièrement intéressant car il s'agit de l'une des premières opérations de fusions et acquisitions bancaires transfrontalières de très grande envergure. Il nous a permis d'étudier les motivations de cette acquisition et de mesurer son impact sur la richesse des actionnaires à court mais aussi à long terme.

Cette étude de cas a mis en évidence une hausse importante et significative des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées de la banque Abbey et le contraire pour Santander dont la performance est négative durant la période post-annonce surtout au mois d'Août 2004. Les actionnaires de Abbey sont alors les grands vainqueurs de l'acquisition avec une rentabilité anormale cumulée de 15,4026%. Les actionnaires de Santander sont, quant à eux, lésés par l'opération lancée par leurs dirigeants, avec une rentabilité cumulée négatives de -1,1074% sur la période d'étude. Les résultats de cette étude sont également cohérents avec l'idée que les grands bénéficiaires des opérations de fusions-acquisitions sont les actionnaires de la société cible.

Malgré cet impact négatif de l'acquisition sur la richesse des actionnaires à court terme, notre étude semble montrer que les actionnaires de Santander ont largement profité de cette acquisition sur le long terme. En fin de compte, la rentabilité des titres de Santander s'est accrue de +191% sur trois ans. Au bout de trois ans, Santander a enregistré de belles performances : ce ROE de Santander passe de 19,80% en 2005 à 21,91% en 2007, le ratio d'efficience de Santander diminue et passe de 52,94% en 2005 à 44,22%, la taille de ses actifs augmente de 12,82%, les profits nets du groupe augmentent de 45,65% et la capitalisation boursière a connu une hausse de 32,64%. A long terme, les actionnaires de Santander ont profité de l'acquisition de Abbey. L'OPA de Santander sur Abbey a prouvé que les obstacles à l'activité bancaire transfrontalière en Europe ne sont pas insurmontables. Du point de vue stratégique, les principaux objectifs Santander étaient la diversification des risques, la pénétration dans le marché britannique et la création de valeur grâce aux synergies. Globalement, sur le long terme, les fusions et acquisitions bancaires transfrontalières européennes peuvent constituer de réels gisements de création de valeur actionnariale.

CONCLUSION GENERALE

Nous avons montré que contrairement au prêteur individuel, la banque bénéficie d'économies d'information dans ses décisions de prêts parce qu'elle peut obtenir plus facilement des informations privées sur les emprunteurs qui disposent des comptes au sein de la structure. Les banques exploitent ces informations pour accroître la taille de leur portefeuille de prêts. Par conséquent, contrairement aux déposants qui souhaitent placer leurs fonds directement sur les marchés financiers, les banques peuvent mettre en commun ce portefeuille d'actifs avec un faible risque de défaut de paiement, pour un rendement donné.

Par ailleurs, la particularité de la banque vient aussi du fait qu'elle se finance auprès de ses déposants à qui elle est aussi tenue d'offrir de la liquidité. Les agents ont des préférences différentes pour la liquidité. D'une part les clients espèrent être en mesure de retirer leurs dépôts à tout moment. D'autre part les entrepreneurs souhaitent financer des projets d'investissement de long terme. En prêtant des fonds, les déposants acceptent de sacrifier à leur consommation immédiate au profit d'une consommation future moyennant un taux d'intérêt. Cependant les préférences de liquidité peuvent changer à tout moment du fait d'événements inattendus. Comme la banque met en commun des actifs et passifs, elle s'investit alors dans la transformation d'actifs. Toutefois, cette activité de transformation n'est pas seulement réservée aux banques. Les compagnies d'assurance mettent également en commun des actifs. L'aspect de la transformation d'actifs qui est unique aux banques est celui qui est lié au fait que les banques récoltent des dépôts à court terme et accordent des prêts à long terme.

La présence d'intermédiaire financier et un cadre réglementaire adéquat est nécessaire pour se favoriser les échanges dans un contexte d'imperfection des marchés (Freixas et Rochet, 1989 ; Allen Gale, 2001). L'origine des imperfections du marché résulte de l'asymétrie d'information. La distribution inégale de l'information peut provoquer des défaillances dans le fonctionnement des marchés et des comportements opportunistes (Akerlof, 1970). Le rôle des banques est de juger de la qualité des projets des emprunteurs. Ce sont les banques qui, en raison de leurs relations de proximité et de long terme avec les clients, sont le mieux à même de réduire ces asymétries d'information (Diamond et Dybvig, 1984).

En outre, la question de la gouvernance est plus complexe dans le secteur bancaire que dans les autres firmes du fait principalement de l'existence des asymétries d'informations. Ainsi, pour Levine (2004), la banque se distingue des autres industries non financières non seulement par son marché réglementaire et sa structure de capital qui est constituée principalement de dettes mais aussi par des problèmes d'agence entre les déposants, les actionnaires, les emprunteurs, les dirigeants et les autorités de réglementation. Ces problèmes d'agence sont majoritairement dus à l'opacité informationnelle⁵¹ des banques et à la réglementation particulière du secteur bancaire (Caprio, Levine, 2002).

En outre, la banque se différencie aussi par sa capacité à créer de la monnaie. En même temps, comme la banque joue un rôle primordial dans le financement de l'économie, les conséquences d'une crise bancaire peuvent être dévastatrices pour l'économie dans son ensemble, raison pour laquelle les États avaient pendant très longtemps mis des règles strictes pour protéger les banques de la concurrence étrangère.

Après avoir étudié la particularité de la banque, nous avons fait une analyse approfondie des fusions et acquisitions qui se sont déroulées dans le monde et dans le secteur bancaire européen en particulier. Nous avons montré que les années 1990 ont été marquées par une montée extraordinaire des fusions et acquisitions dans tous les secteurs et plus particulièrement dans le secteur bancaire.

En Europe, la part de marché des fusions et acquisitions bancaires a connu une envolée extraordinaire. En effet, cette part de marché est passée de 1,4% en 1990, à 18,7% en 2007 (Thomson One Banker). Par ailleurs exceptées les années 2001-2002, la hausse des opérations de fusions et acquisitions correspondait à une période de croissance économique dynamique, avec une forte croissance du cours des actions, une faible volatilité des marchés financiers, d'importants effets de levier, des primes de risque faibles, des taux d'intérêt historiquement bas.

⁵¹ L'opacité des banques est liée à la non-observabilité de la qualité des actifs bancaires, potentiellement manipulables par les dirigeants et financés majoritairement par des fonds qui doivent être disponibles à la demande des déposants. En ce qui concerne la réglementation bancaire, elle comprend principalement la surveillance prudentielle et l'accord préalable des autorités de tutelle pour mener l'opération de fusions-acquisitions. Les mécanismes externes de gouvernance bancaire sont souvent substitués par l'intervention de l'Etat et des pouvoirs réglementaires. La présence d'une forte réglementation modifie la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants de la banque.

Ainsi, à partir de 2003 nous avons constaté une hausse régulière et progressive de la capitalisation boursière des banques européennes, américaines et même à l'échelle mondiale. Cet accroissement de la capitalisation boursière des banques amorcée en 2003 a coïncidé avec la reprise du mouvement des F&A jusqu'en 2007.

Cette tendance à la hausse des fusions et acquisitions reflète également le rôle croissant joué par les fonds de capital investissement sur le marché des fusions et acquisitions, à travers notamment les LBO. L'apparition de nouveaux acteurs que sont *Le Private Equity* et les *Hedge Funds* ont d'ailleurs fortement modifié le fonctionnement du système financier : accroissement de liquidité et diversification géographique du portefeuille réduisant les coûts de financement des entreprises (**Chapitre 1**).

En raison de l'augmentation croissante du nombre de fusions et acquisitions dans le secteur bancaire européen, nous avons cherché à déterminer les facteurs à l'origine de ce phénomène (**chapitre 2**). Nous avons montré que dans une perspective néo-classique, les fusions et acquisitions sont réalisées avec comme objectif primordial la création de la valeur pour les actionnaires. Dès lors, face à l'intensification de la concurrence du fait de la dérégulation, les banques, pour s'adapter et survivre se sont donc lancées dans des opérations de fusions et acquisitions. L'objectif de ces fusions et acquisitions étant de créer de la valeur pour les actionnaires grâce aux économies d'échelle, aux économies gamme, une économie d'impôts, une meilleure diversification des risques et un pouvoir de marché accru.

Cependant la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) nous enseigne qu'il existe au sein de la firme des divergences d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. De ces divergences naissent des conflits qui peuvent détruire de la valeur actionnariale. Par ailleurs, les travaux de Jensen (1986) expliquent que les dirigeants peuvent utiliser les flux de trésorerie disponibles (free cash flow) pour faire des acquisitions qui leur procureront du prestige et ceci est plus facile dans les banques de grande taille. Une banque de grande taille peut aussi fournir au dirigeant un haut degré de rémunération et une sécurité de l'emploi.

En outre, les dirigeants peuvent faire des acquisitions dans le but de s'enraciner dans la banque, ces derniers ont davantage à investir dans des actifs qui rendent leurs compétences spécifiques indispensables pour la banque. Ils sont alors moins susceptibles d'être remplacés et obtiennent une meilleure rémunération (Shleifer et Vishney 1989, 2003).

Au-delà des raisons d'ordre stratégiques (pouvoir de marché et diversification) ou économique (réduction des coûts, économies d'échelle et de gamme), les opérations de fusions-acquisitions bancaires sont souvent une réaction aux changements de l'environnement externe tels que les régulations, la globalisation financière, et les progrès technologiques (Berger et al, 1999; Group of Ten, 2001). Les fusions et acquisitions constituent une réponse des banques au choc technologique et réglementaire, qui ont modifié les conditions de production et de demande des services bancaires (Gort 1969 ; Mitchell et Mulherin 1996).

De même, les travaux de Berger et al. (1999), Group of Ten (2001), Amel et al. (2004), Jones et Critchfield (2005) ont montré que les fusions et acquisitions bancaires sont encouragées par des facteurs exogènes à l'industrie bancaire. Il s'agit notamment des mutations de l'environnement économique et réglementaire. De même l'accélération récente des innovations financières et technologiques, sources d'économies d'échelle, a fortement influé sur les décisions des banques à choisir les fusions et acquisitions.

Ce constat nous a poussé à analyser les aspects théoriques de l'internationalisation des banques et les barrières qui pourraient entraver le développement des fusions et acquisitions transfrontalières bancaires en Europe (**chapitre 3**).

L'explication traditionnelle de l'internationalisation est le fait que les banques suivent certains de leurs clients qui sont des firmes multinationales dans leur développement à l'international (Gray et Gray, 1981, Grosse et Goldberg, 1991).

Néanmoins, l'internationalisation des banques peut parfois être le résultat d'une réaction de défense de la part des banques pour éviter de perdre d'importants clients sur leur marché domestique (Grubel, 1977).

En outre, les travaux de William (1977) ont mis en évidence deux principales théories de l'internationalisation bancaire. Le paradigme éclectique et la théorie de l'internalisation. Le paradigme éclectique considère qu'il y a trois facteurs qui déterminent l'internationalisation des banques : les avantages spécifiques à l'entreprise (*Ownership*), la capacité et des incitations à internaliser ces avantages (*internalize*) et les facteurs de localisation des pays de destination (*localisation*). En outre, ces théories raisonnent en termes de coût-bénéfice pour interpréter les décisions d'internationalisation.

Les travaux récents tentent d'expliquer les motivations de l'expansion transfrontalière des banques et mettent l'accent sur les effets de l'intensification de la concurrence provoquée par la dérégulation financière (Pauli 1994 ; Berger et al, 2000). La réduction des marges sur les marchés domestiques peut pousser les banques à s'internationaliser afin de générer des rendements élevés. Ainsi certaines banques cherchent à se diversifier géographiquement dans les marchés qui offrent des marges d'intérêts élevées. Les fusions et acquisitions transfrontalières peuvent contribuer à la réduction de l'exposition des banques aux conditions économiques locales notamment l'exposition au risque de taux d'intérêt et de crédit.

Focarelli et Pozzolo (2001) soulignent que les fusions-acquisitions transfrontalières sont moins fréquentes dans le secteur bancaire contrairement à d'autres secteurs de l'économie, et constatent que la différence dépend en partie du niveau des restrictions réglementaires. Toutefois, par rapport au secteur non financier, les fusions transfrontalières ont été moins fréquentes (Focarelli et Pozzolo, 2001). Cette rareté des F&A à l'échelle internationale est due à une augmentation des coûts de transactions liés aux barrières réglementaires, politiques aussi bien qu'aux différences de langues et de cultures (Buch et DeLong, 2001).

Les travaux de Buch et DeLong (2004) montrent qu'un système d'assurance dépôt dans le pays de l'acquéreur tend non seulement à augmenter le nombre de transactions transfrontalières, mais aussi à réduire le risque dans les marchés intérieurs. Cependant, le régime d'assurance-dépôts peut encourager des comportements de prises de risque excessives (Merton, 1977; Bhattacharya et Thakor, 1993; Bhattacharya et al, 1998; Demirguc-Kunt et Kane, 2002).

En outre, nous avons cherché à identifier les facteurs qui semblent retarder les fusions et acquisitions transfrontalières. Ces derniers sont les différences significatives entre les pratiques réglementaires et de supervision, les différences de cultures, de langue. Toutefois, ces problèmes sont entrain d'être progressivement résolus grâce à la prise de conscience des autorités des difficultés que posent ces barrières sur l'évolution future des fusions et acquisitions transfrontalières.

Pour mettre en œuvre notre étude empirique, nous avons fait une analyse détaillée de la méthodologie des études d'événement. Nous avons mis en évidence que les études d'événement se basent sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (**Chapitre 4**). Nous avons abordé les trois niveaux d'efficience (efficience faible, semi-forte et forte).

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience consiste à accepter l'hypothèse selon laquelle toute information concernant une entreprise cotée susceptible d'affecter sa valeur est intégrée dans les cours à l'instant même où cette information est rendue publique. L'objet des tests est alors de déterminer si les prix s'ajustent rapidement à cette information, c'est-à-dire si le marché a correctement anticipé l'annonce ou la publication des résultats. La dernière forme d'efficience, la forme forte, c'est la plus restrictive puisque l'ensemble des informations comprend, en plus de l'information publique, toute l'information privée.

Dans notre revue de la littérature, nous avons montré que les marchés ne sont pas efficients au sens de Fama (1965), mais le demeurent quand l'hypothèse de Jensen (1978) est appliquée. Il existe néanmoins un certain nombre de biais par rapport à l'hypothèse d'efficience. Il s'agit des effets de fin de période pour lesquels le marché connaît des rentabilités supérieures à la moyenne lors de la fin des cycles de temps. En outre, les rentabilités des firmes de petites capitalisations boursières sont plus élevées que celles de fortes capitalisations boursières (effet de taille).

Nous avons donc conduit une étude empirique pour savoir si les annonces de fusions et acquisitions qui se sont déroulées dans le secteur bancaire européen entre 1997 et 2009 pourraient avoir un impact à court terme sur la richesse des actionnaires et si tel est le cas quels sont les facteurs qui pourraient expliquer cette richesse (**chapitre 5**).

Nous avons présenté les principaux résultats relatifs à l'étude d'événements. Ces résultats sont présentés sous deux formes : les graphiques qui retracent l'évolution des rentabilités anormales moyennes (AAR) et des rentabilités anormales moyennes cumulées (CAAR) sur les fenêtres d'événement ; les tableaux qui présentent les significativités des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales moyennes cumulées, calculées à partir des tests paramétriques et des tests non paramétriques.

Les rentabilités anormales moyennes ont pour but de rechercher l'impact de l'annonce de l'opération de F&A pour un jour donné de la date d'événement. L'évolution des rentabilités anormales moyennes cumulées au cours de la fenêtre d'événement permet, quant à elle, de mesurer globalement l'impact de l'événement sur l'ensemble de la fenêtre d'événement.

L'amplitude de la période d'analyse de l'impact est de 41 jours (jours précédant et 20 jours suivant la date d'annonce) nous a permis d'identifier les anticipations et les corrections éventuelles du marché boursier.

Les résultats obtenus indiquent que les grands gagnants sont les actionnaires de la cible (Rentabilité anormales cumulées de 9,079 %) et les perdants sont les actionnaires de la banque acquéreuse (CAAR de -0,94 %) cependant les entités combinées réalisent des gains positifs (CAAR de 1,98 %).

Une fois qu'on a analysé les rentabilités anormales et les rentabilités anormales cumulées des banques cibles, acquéreuses et de l'entité combinée et nous avons analysé les déterminants de la performance des banques acquéreuses à l'aide d'une régression linéaire. Nous avons trouvé que le taux de croissance des actifs des banques cibles et la taille relative peuvent expliquer la performance des banques acquéreuses. En outre nous avons aussi trouvé que les fusions et acquisitions transfrontalières bancaires ont tendance à augmenter le risque des acquéreuses et n'ont pas d'effet sur celui des banques cibles.

Analysant une projection sur trois ans, nous avons introduit une méthodologie permettant de combiner les variables temporelles (court et long termes) dans l'observation de l'acquisition de la banque Abbey National (Royaume-Uni) par Banco Santander Central Hispano (Espagne) (**chapitre 6**). Cette étude nous a permis d'étudier les motivations de cette acquisition et de mesurer son impact sur la richesse des actionnaires à court mais aussi à long termes.

Notre étude de cas a mis en évidence les trois objectifs majeurs du rachat de Abbey National par Santander qui étaient la diversification géographique des risques, la pénétration du marché du Royaume-Uni et enfin la création de valeur grâce aux synergies de coûts. Nous avons aussi trouvé une hausse importante et significative des rentabilités anormales et des rentabilités anormales cumulées de la banque Abbey et le contraire pour Santander dont la performance est négative durant la période post-annonce surtout au mois d'août 2004.

Les résultats des études d'événement à court terme ont montré que les actionnaires de la banque Abbey sont les grands vainqueurs de l'acquisition avec une rentabilité anormale cumulée de 15,4026%. Les actionnaires de Santander sont, quant à eux, lésés par l'opération lancée par leurs dirigeants, avec une rentabilité cumulée négative de -1,1074% sur la période d'étude. Les résultats de cette étude sont également cohérents avec l'idée que les grands bénéficiaires des opérations de fusions-acquisitions sont les actionnaires de la société cible.

Malgré cet impact négatif de l'acquisition sur la richesse des actionnaires à court terme, notre étude semble montrer que les actionnaires de Santander ont largement profité de cette acquisition sur le long terme. En fin de compte, la rentabilité des titres de Santander s'est accrue de +191% sur trois ans. Au bout de trois ans, Santander a enregistré de belles performances : son ROE passe de 19,80% en 2005 à 21,91% en 2007, le ratio d'efficience-coût de Santander diminue et passe de 52,94% en 2005 à 44,22%, la taille de ses actifs augmente de 12,82%. Les profits nets du groupe augmentent de 45,65% et la capitalisation boursière a connu une hausse de 32,64%. A long terme, les actionnaires de Santander ont profité de l'acquisition de la banque Abbey.

En définitive, les fusions et acquisitions qui se sont déroulées dans le secteur bancaire européen à partir de la seconde moitié des années 1990 et qui se sont accélérées à partir de 1997 répondent essentiellement à la recherche d'un effet de taille pour s'adapter aux mutations qui ont profondément bouleversé l'activité des banques européennes (globalisation des marchés, changements technologiques, innovations financières). Mais elles sont aussi le résultat d'un effet d'opportunité du fait de la disparition des monopoles nationaux face à l'intensification de la concurrence internationale à la suite de la dérégulation. Une réponse à cette situation a été la création d'oligopoles mondiaux qui permettraient de gagner des parts de marché et de créer de la valeur pour les actionnaires.

Toutefois, le résultat d'une fusion peut être négatif dans le court terme si les banques procèdent à des acquisitions uniquement pour accroître leur taille et sans raison suffisante. En effet, au-delà d'une certaine taille, le risque d'aléa moral peut se poser. Les autorités de régulation ne peuvent pas accepter la faillite d'un groupe de taille comme Santander, BNP-Paribas, ou HSBC si ces dernières estiment que la société ne pourrait assurer le coût. L'intervention du prêteur de dernier ressort serait alors nécessaire.

Les fusions et acquisitions bancaires peuvent constituer un levier de création de valeur actionnariale à court terme car les marchés apprécient les banques de grande taille à cause de la constance de leurs gains et de leur capacité de s'affranchir des contraintes économiques et réglementaires sur leurs marchés domestiques. Mais ces fusions et acquisitions doivent être nécessairement intégrées dans une stratégie de création de valeur à long terme.

Toutefois, l'objectif de création de valeur pour les actionnaires à travers les fusions et acquisitions pourrait remettre en cause l'existence même des groupes bancaires mutualistes et coopératifs dans la mesure où la priorité de ces derniers n'est pas théoriquement la maximisation de la richesse actionnariale mais celle de l'ensemble des parties prenantes de la banque. En outre, une étude sur les relations entre fusions et acquisition et la gouvernance des groupes bancaires mutualistes et coopératifs semble constituer une piste de recherche pertinente afin de tester ce modèle alternatif de banque.

ANNEXES

Annexe 1

Estimation Command:

=====
LS CAAR C D G P ROE DR RSIZE

Estimation Equation:

=====
$$\text{CAAR} = C(1) + C(2)*D + C(3)*G + C(4)*P + C(5)*\text{ROE} + C(6)*\text{DR} + C(7)*\text{RSIZE}$$

Substituted Coefficients:

=====
$$\text{CAAR} = -0.05399900893 + 0.01307662993*D + 0.1676025175*G + 0.00063374164452*P - 0.1318053951*\text{ROE} - 0.0499687132*\text{DR} - 0.0236915653*\text{RSIZE}$$

Dependent Variable: CAAR

Method: Least Squares

Date: 10/02/12 Time: 16:31

Sample: 1 45

Included observations: 45

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.053999	0.023709	-2.277586	0.0285
D	0.013077	0.019737	0.662547	0.5116
G	0.167603	0.096770	1.731970	0.0914
P	0.000634	0.022528	0.028131	0.9777
ROE	-0.131805	0.089219	-1.477318	0.1478
DR	-0.049969	0.033577	-1.488169	0.1450
RSIZE	-0.023692	-0.007582	-3.124571	0.0034
R-squared	0.233440	Mean dependent var	-0.003426	
Adjusted R-squared	0.112405	S.D. dependent var	0.052732	
S.E. of regression	0.049680	Akaike info criterion	-3.024391	
Sum squared resid	0.093788	Schwarz criterion	-2.743355	
Log likelihood	75.04881	F-statistic	2.375123	
Durbin-Watson stat	2.041942	Prob(F-statistic)	0.056542	

Annexes 2

	RSIZE	ROE	P	G	DR	D
Kaupthing Bank Sverige AB	0.032028	0.045523	0.471000	0.265400	0.174669	0.000000
Fortis Bank SA/NV	0.513165	0.062818	0.321000	0.318900	0.687422	0.000000
Lokalbanken i Nordsjaelland	0.003563	0.093290	1.136000	0.104000	0.136645	0.000000
Alliance & Leicester Plc	0.173827	0.160527	0.735000	0.025000	0.454917	0.000000
DEPFA Bk Plc	1.435637	0.172402	1.955000	0.208000	0.228580	0.000000
ABN-AMR_FORTIS	0.000526	0.143957	2.887000	0.176900	0.629309	0.000000
ABN-AMRO_BSCH	0.000526	0.143957	2.887000	0.176900	-0.006568	0.000000
ABN-AMRO_RBS	0.000526	0.143957	2.887000	0.176900	0.416336	0.000000
Emporiki Bank SA	0.026587	0.110012	2.868000	-0.048100	0.079088	0.000000
Banca Nazionale del Lavoro S	0.083012	0.098622	1.791000	0.090700	0.183420	0.000000
Bank Austria Creditanstalt A	0.530208	0.097238	1.725000	0.160200	0.400741	0.000000
Bayerische Hypo- und Verein	1.683764	-0.166305	1.280000	-0.035400	0.215692	0.000000
KBL European Private Bank	0.119505	0.206417	3.261000	0.003470	0.156686	0.000000
Abbey National Plc	0.830821	-0.213890	1.513000	-0.033300	0.371511	0.000000
Komercni Banka AS	0.025312	-0.010442	3.151000	0.017100	0.154506	0.000000
Midtbank A/S	0.011210	0.123763	2.720000	0.095500	-0.075700	0.000000
Credit Commercial de France	0.144458	0.143216	3.580000	0.091600	-0.026747	0.000000
Unidanmark A/S	0.744530	0.157918	1.422000	0.214300	0.217094	0.000000
Banco Totta e Acores SA	0.665717	0.109233	2.705000	0.017100	0.082567	0.000000
Ceska Sporitelna Savings Bank	0.197503	-0.272369	1.629000	0.031900	0.225270	0.000000
Bergensbanken ASA	0.014505	0.073712	1.925000	0.222900	0.195761	0.000000
Banco de Galicia SA	0.561554	0.174075	1.141000	0.094640	-0.002695	1.000000
Banco de Credito Balear SA	0.490776	0.161260	1.186000	0.124790	-0.057919	1.000000
HBOS Plc	1.047192	0.186827	0.198000	0.098010	-0.000366	1.000000
Deutsche Postbank AG	0.855096	0.189873	2.310000	0.011980	-0.070072	1.000000
Meliorbanca SpA	0.787317	0.014606	1.093000	0.026660	0.277676	1.000000
Capitalia SpA	0.970792	0.117781	2.200000	0.022000	-0.043069	1.000000
Banca Lombarda e	0.948684	0.105551	2.203000	0.057040	-0.012308	1.000000
Dresdner Bank AG	1.013551	0.132873	2.290000	0.063540	-0.060122	1.000000
National Westminster Bank	1.067416	0.188177	2.687000	0.081420	0.632788	1.000000
Paribas SA	0.944469	0.056118	5.594000	0.091580	0.678063	1.000000
Banco Central Hispanoamericano	0.929242	0.103465	3.887000	0.141580	0.725435	1.000000
Finansbanken ASA	0.766632	0.114044	1.521000	0.265530	0.412584	1.000000
Banesto	0.731925	0.112049	4.365000	0.137940	0.045432	1.000000
Bayerische Hypotheken	0.986586	0.076228	2.328000	0.009670	-0.054612	1.000000
SanPaolo IMI SpA	0.997071	0.130338	2.342000	0.049310	0.590046	1.000000
Banco Atlantico SA	0.884761	0.092990	2.661000	0.039860	-0.016511	1.000000
Gjensidige NOR ASA	0.831284	0.092455	1.204000	0.144420	0.030723	1.000000
Nordlandsbanken A/S	0.713447	0.122839	0.618000	0.119600	0.005746	1.000000
Credit Lyonnais SA	0.931088	0.098940	2.322000	0.296620	0.685053	1.000000
Rheinische Hypotheken	0.814941	0.109588	2.005000	0.163340	-0.054612	1.000000
Banca Antonveneta SpA	0.623374	0.118175	2.777000	-0.038140	-0.080342	1.000000
General Hellenic Bank	0.519450	0.033697	1.479000	-0.003780	0.083249	1.000000
Petrobank(LG Group)	0.975015	0.093640	1.590000	0.081600	0.003008	1.000000
Banca Commerciale Italia	0.747052	0.095198	2.881000	0.045280	0.739302	0.000000

Annexe 3

	DM	DR	G	P	ROE	RSIZE
DM	1.000000	-0.182816	-0.083808	0.044626	0.237691	0.564783
DR	-0.182816	1.000000	0.324742	0.169104	-0.108645	0.060948
G	-0.083808	0.324742	1.000000	-0.178248	0.263347	-0.120507
P	0.044626	0.169104	-0.178248	1.000000	0.130237	-0.047691
ROE	0.237691	-0.108645	0.263347	0.130237	1.000000	-0.066447
RSIZE	0.564783	0.060948	-0.120507	-0.047691	-0.066447	1.000000

Annexe 4 :**Rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de la banque Abbey**

Jours	AR	t-AR	CAR	t-CAR
-60	5,15624964	2,44860801**	5,15624964	0,65496455
-59	-0,50040564	-0,23763342	4,655844	0,5914013
-58	1,60705793	0,76316222	6,26290193	0,79553532
-57	0,04670966	0,02218156	6,30961159	0,80146854
-56	-0,76163972	-0,36168868	5,54797187	0,70472245
-55	-0,52567143	-0,24963168	5,02230044	0,63794986
-54	-1,42661323	-0,67747235	3,59568721	0,45673654
-53	3,92063302	1,86183643	7,51632023	0,95474882
-52	0,06261342	0,02973396	7,57893365	0,96270219
-51	-2,82081172	-1,33955154	4,75812194	0,604393
-50	0,2197415	0,10435119	4,97786343	0,63230532
-49	-0,16952906	-0,08050623	4,80833437	0,61077115
-48	-0,81585006	-0,38743217	3,99248431	0,50713907
-47	1,10554099	0,52500106	5,0980253	0,64756869
-46	-1,6895684	-0,80234492	3,40845689	0,43295391
-45	0,6310353	0,29966704	4,03949219	0,51311018
-44	-0,93375617	-0,44342361	3,10573602	0,39450126
-43	0,60981399	0,28958943	3,71555001	0,47196193
-42	-1,20917309	-0,57421404	2,50637691	0,31836861
-41	-0,35394989	-0,16808429	2,15242702	0,27340868
-40	-0,00213365	-0,00101323	2,15029337	0,27313765
-39	-0,16127729	-0,07658761	1,98901609	0,25265166
-38	-0,05431424	-0,02579283	1,93470184	0,24575248
-37	0,04713866	0,02238528	1,98184051	0,25174019
-36	1,02354	0,4860603	3,0053805	0,38175376
-35	1,02865986	0,48849163	4,03404036	0,51241767
-34	0,35916136	0,17055912	4,39320173	0,55803958
-33	1,0544117	0,5007207	5,44761343	0,69197458
-32	-0,15715421	-0,07462964	5,29045922	0,67201231
-31	0,65857982	0,31274743	5,94903904	0,75566738
-30	0,66854408	0,31747927	6,61758312	0,84058815
-29	-0,1786957	-0,0848593	6,43888742	0,8178896
-26	-1,26271192	-0,59963864	5,1761755	0,6574956
-27	1,17427452	0,55764134	6,35045002	0,80665598
-26	-0,68386651	-0,32475561	5,6665835	0,71978891
-25	-1,40113998	-0,66537558	4,26544352	0,54181129
-24	0,87888461	0,41736612	5,14432813	0,65345023
-23	-0,29590744	-0,140521	4,84842069	0,61586305
-23	0,27957319	0,13276416	5,12799388	0,6513754

-21	0,99992592	0,47484641	6,1279198	0,77838943
-20	1,97431193	0,93756438	8,10223173	1,02917331
-19	2,49892451	1,18669324	10,6011562	1,34659529
-18	0,02162865	0,01027105	10,6227849	1,34934264
-17	0,97268463	0,46191002	11,5954695	1,47289638
-16	-3,36651106	-1,59869411	8,22895847	1,04527058
-15	-0,82579333	-0,39215404	7,40316515	0,94037547
-14	-0,72780129	-0,34561943	6,67536385	0,84792765
-13	-0,34065643	-0,16177146	6,33470742	0,8046563
-12	-0,85730424	-0,407118	5,47740319	0,69575857
-11	3,37938404	1,60480725	8,85678723	1,12501955
-10	-1,50211528	-0,71332689	7,35467195	0,9342157
-9	-0,4742257	-0,22520105	6,88044625	0,87397792
-8	-0,08242554	-0,03914237	6,79802071	0,86350795
-7	-0,2650015	-0,12584433	6,53301921	0,82984655
-6	-0,4945011	-0,23482947	6,03851811	0,76703332
-5	-0,07347546	-0,03489214	5,96504265	0,75770021
-4	-0,87322988	-0,41468079	5,09181277	0,64677955
-3	-2,67303035	-1,26937289	2,41878243	0,30724205
-2	1,48551758	0,70544494	3,90430001	0,4959376
-1	3,52945817	1,67607469*	7,43375818	0,94426151
0	17,2582776	8,19563821***	24,6920357	3,13646722***
1	-3,50206245	-1,66306497	21,1899733	2,69162321***
2	0,97296366	0,46204253	22,1629369	2,8152124***
3	0,56139526	0,26659627	22,7243322	2,88652275***
4	-1,07938599	-0,51258053	21,6449462	2,74941544***
5	-1,07433677	-0,51018275	20,5706094	2,61294949***
6	2,42236632	1,15033716	22,9929758	2,92064678***
7	-1,03586406	-0,49191277	21,9571117	2,78906777***
8	-0,14737121	-0,06998388	21,8097405	2,77034817***
9	1,50552141	0,71494439	23,3152619	2,96158468***
10	0,06205768	0,02947005	23,3773196	2,96946746***
11	0,92592617	0,43970529	24,3032457	3,08708178***
12	0,33479695	0,1589889	24,6380427	3,12960884***
13	-0,66789058	-0,31716894	23,9701521	3,04477108***
14	-0,12723332	-0,06042076	23,8429188	3,02860947***
15	0,19363168	0,09195212	24,0365505	3,05320523***
16	-1,05687306	-0,50188955	22,9796774	2,91895758***
17	0,8612986	0,40901485	23,840976	3,02836269***
18	-1,00413532	-0,47684537	22,8368407	2,90081397***
19	0,15523625	0,07371884	22,9920769	2,92053261***
20	0,14087374	0,06689834	23,1329507	2,93842688***
21	-0,35925051	-0,17060145	22,7737002	2,89279365***

22	0,21528827	0,10223644	22,9889884	2,9201403***
23	-0,83697635	-0,39746466	22,1520121	2,81382469***
24	-0,30646214	-0,14553323	21,84555	2,77489681***
25	-0,60788822	-0,28867492	21,2376617	2,69768076***
26	-0,06658888	-0,03162183	21,1710729	2,68922242***
27	1,91275629	0,90833274	23,0838291	2,93218729***
28	0,2518829	0,11961455	23,3357121	2,96418232***
29	-0,20198006	-0,09591661	23,133732	2,93852612***
30	0,12353641	0,05866517	23,2572684	2,95421814***
31	-0,1716255	-0,08150179	23,0856429	2,93241768***
32	-0,03747258	-0,01779504	23,0481703	2,92765779***
33	-0,55252875	-0,26238573	22,4956416	2,85747369***
34	0,78584514	0,37318339	23,2814867	2,95729444***
35	0,6465487	0,30703407	23,9280354	3,03942127***
36	-2,34085651	-1,11162965	21,5871789	2,74207764***
37	0,39103059	0,18569323	21,9782095	2,79174769***
38	-6,27788178	-2,98125046***	15,7003277	1,99430957**
39	-0,63540971	-0,30174437	15,064918	1,91359765*
40	-0,53276024	-0,25299803	14,5321578	1,84592461*
41	-1,61329171	-0,76612253	12,9188661	1,64099875
42	-0,66189993	-0,31432409	12,2569661	1,55692195
43	-0,54793623	-0,26020483	11,7090299	1,48732121
44	-0,03945481	-0,01873636	11,6695751	1,48230952
45	-0,80192692	-0,38082033	10,8676482	1,38044601
46	-0,18970156	-0,09008578	10,6779466	1,35634947
47	-0,28201974	-0,13392598	10,3959269	1,32052635
48	1,47636532	0,70109871	11,8722922	1,50805935
49	0,23942135	0,11369679	12,1117135	1,53847147
50	0,61895984	0,29393263	12,7306734	1,61709387
51	1,50290942	0,71370401	14,2335828	1,80799859*
52	-0,0632138	-0,03001907	14,170369	1,79996896*
53	1,04041326	0,4940731	15,2107823	1,93212583*
54	-0,10308255	-0,048952	15,1076997	1,91903193*
55	0,50657027	0,24056089	15,61427	1,98337822**
56	-0,36782342	-0,17467257	15,2464466	1,93665603*
57	-1,56867182	-0,74493336	13,6777747	1,73739794*
58	1,66471913	0,79054446	15,3424939	1,94885629*
59	1,59184605	0,75593837	16,9343399	2,15105804**
60	0,46834669	0,22240922	17,4026866	2,21054905**

Annexe 5 :**Rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées de Santander**

Jours	AR	t-AR	CAR	t-CAR
-60	0,616654	0,44776851	0,616654	0,17419315
-59	-0,274134	-0,19905583	0,34252	0,09675545
-58	-0,674134	-0,48950623	-0,331614	-0,09367471
-57	0,454732	0,33019273	0,123118	0,03477852
-56	0,001595	0,00115817	0,124713	0,03522908
-55	-2,635582	-1,91376464	-2,510869	-0,70927324
-54	-3,11087	-2,25888362**	-5,621739	-1,58803547
-53	1,677201	1,21785927	-3,944538	-1,11425775
-52	0,569995	0,41388819	-3,374543	-0,95324489
-51	0,305406	0,22176324	-3,069137	-0,86697344
-50	-1,301977	-0,94539936	-4,371114	-1,23475744
-49	-1,725752	-1,25311341	-6,096866	-1,72224991
-48	0,202795	0,14725472	-5,894071	-1,66496414
-47	3,729118	2,70780957***	-2,164953	-0,61155848
-46	-1,428852	-1,0375266	-3,593805	-1,01518228
-45	0,284629	0,20667652	-3,309176	-0,93477994
-44	2,735529	1,98633876**	-0,573647	-0,16204448
-43	-2,626799	-1,90738708*	-3,200446	-0,90406577
-42	2,506864	1,82029915*	-0,693582	-0,19592386
-41	0,681694	0,49499574	-0,011888	-0,00335814
-40	0,466059	0,33841756	0,454171	0,12829476
-39	-2,211868	-1,60609488	-1,757697	-0,49651632
-38	-1,134855	-0,82404773	-2,892552	-0,8170915
-37	0,74191	0,53872015	-2,150642	-0,60751589
-36	-1,501676	-1,090406	-3,652318	-1,0317111
-35	1,424955	1,03469689	-2,227363	-0,62918813
-34	2,681556	1,94714756*	0,454193	0,12830097
-33	-0,006256	-0,00454264	0,447937	0,12653377
-32	0,689769	0,50085921	1,137706	0,32138053
-31	-0,881272	-0,63991452	0,256434	0,07243778
-30	-0,55347	-0,40188896	-0,297036	-0,08390708
-29	-1,231492	-0,89421837	-1,528528	-0,43178039
-26	0,896179	0,65073888	-0,632349	-0,17862669
-27	0,911653	0,66197495	0,279304	0,07889812
-26	0,776897	0,56412512	1,056201	0,29835691
-25	0,694468	0,50427128	1,750669	0,49453105
-24	-0,09515	-0,06909089	1,655519	0,46765296
-23	-1,201984	-0,87279185	0,453535	0,1281151

-23	-0,487985	-0,3543386	-0,03445	-0,00973148
-21	1,616663	1,17390105	1,582213	0,4469454
-20	-2,36086	-1,71428185	-0,778647	-0,21995312
-19	0,952117	0,69135692	0,17347	0,04900201
-18	-0,568124	-0,41252961	-0,394654	-0,11148233
-17	-0,637171	-0,46266644	-1,031825	-0,29147114
-16	-0,167745	-0,12180401	-1,19957	-0,33885595
-15	-1,241787	-0,90169384	-2,441357	-0,68963741
-14	1,111214	0,80688139	-1,330143	-0,37574037
-13	-1,488128	-1,08056845	-2,818271	-0,79610852
-12	0,869209	0,63115526	-1,949062	-0,55057334
-11	-0,435933	-0,31654229	-2,384995	-0,6737162
-10	-0,937464	-0,68071699	-3,322459	-0,93853214
-9	1,568449	1,13889161	-1,75401	-0,49547482
-8	0,982721	0,71357928	-0,771289	-0,21787463
-7	-2,642781	-1,91899202	-3,41407	-0,96441053
-6	0,503375	0,36551368	-2,910695	-0,82221656
-5	1,495141	1,08566077	-1,415554	-0,39986737
-4	-1,612652	-1,17098856	-3,028206	-0,85541121
-3	-0,192287	-0,13962459	-3,220493	-0,90972867
-2	0,485352	0,35242671	-2,735141	-0,77262586
-1	-1,441101	-1,04642092	-4,176242	-1,17970977
0	-0,875473	-0,63570372	-5,051715	-1,42701442
1	-5,573859	-4,04732399***	-10,625574	-3,00152469***
2	3,407611	2,47435498***	-7,217963	-2,03893871**
3	-2,38354	-1,73075039*	-9,601503	-2,71224391***
4	0,516892	0,37532873	-9,084611	-2,56623164***
5	-0,158456	-0,11505902	-9,243067	-2,61099248***
6	-0,105616	-0,07669052	-9,348683	-2,64082701***
7	-0,10141	-0,07363644	-9,450093	-2,66947343***
8	-0,115831	-0,0841079	-9,565924	-2,70219351***
9	1,324787	0,9619623	-8,241137	-2,32796611**
10	-1,6132209	-1,17140165	-9,8543579	-2,78367066***
11	-0,008945	-0,0064952	-9,8633029	-2,78619745***
12	0,050342	0,03655464	-9,8129609	-2,77197678***
13	0,383717	0,27862689	-9,4292439	-2,66358395***
14	0,823705	0,59811362	-8,6055389	-2,43090279**
15	-2,002025	-1,45372242	-10,6075639	-2,99643718***
16	0,561565	0,40776695	-10,0459989	-2,83780563***
17	0,109748	0,07969088	-9,9362509	-2,80680389***
18	0,279836	0,2031962	-9,6564149	-2,72775548***
19	1,817162	1,31948859	-7,8392529	-2,21444142**
20	-1,241584	-0,90154644	-9,0808369	-2,56516553**

21	0,160035	0,11620558	-8,9208019	-2,51995865***
22	1,49728	1,08721395	-7,4235219	-2,09700523**
23	-1,218264	-0,88461318	-8,6417859	-2,44114189**
24	0,771325	0,56007914	-7,8704609	-2,22325709**
25	0,237534	0,17247962	-7,6329269	-2,1561582**
26	0,864874	0,62800751	-6,7680529	-1,91184758*
27	-0,467901	-0,33975509	-7,2359539	-2,0440208**
28	1,570959	1,14071419	-5,6649949	-1,60025445
29	-0,010013	-0,0072707	-5,6750079	-1,60308293
30	1,114274	0,80910333	-4,5607339	-1,2883215
31	1,204386	0,874536	-3,3563479	-0,94810512
32	0,6119	0,44431651	-2,7444479	-0,77525488
33	-0,691856	-0,50237464	-3,4363039	-0,97069118
34	-1,661	-1,2060953	-5,0973039	-1,43989242
35	0,168788	0,12256136	-4,9285159	-1,39221299
36	0,747744	0,54295637	-4,1807719	-1,18098938
37	-0,127407	-0,09251354	-4,3081789	-1,21697946
38	-0,080199	-0,05823458	-4,3883779	-1,23963417
39	-1,3155	-0,95521877	-5,7038779	-1,61123816
40	-0,113914	-0,08271592	-5,8177919	-1,64341673
41	-1,609882	-1,16897719	-7,4276739	-2,09817809**
42	0,409562	0,29739362	-7,0181119	-1,98248454**
43	-1,13148	-0,82159706	-8,1495919	-2,30210634**
44	-1,469258	-1,06686645	-9,6188499	-2,71714408***
45	1,214382	0,88179436	-8,4044679	-2,37410402**
46	-1,642782	-1,19286674	-10,0472499	-2,83815902***
47	0,699108	0,5076405	-9,3481419	-2,64067416**
48	0,003642	0,00264455	-9,3444999	-2,63964537**
49	1,689055	1,22646677	-7,6554449	-2,16251912**
50	1,194484	0,8673459	-6,4609609	-1,82509986*
51	2,194641	1,59358591	-4,2663199	-1,20515508
52	-0,133493	-0,09693274	-4,3998129	-1,24286434
53	1,114841	0,80951505	-3,2849719	-0,92794274
54	0,024235	0,01759766	-3,2607369	-0,92109681
55	-0,456473	-0,33145692	-3,7172099	-1,05004184
56	0,5326	0,38673471	-3,1846099	-0,89959237
57	0,871128	0,6325487	-2,3134819	-0,6535151
58	0,4141	0,30068878	-1,8993819	-0,53653964
59	1,096053	0,79587259	-0,8033289	-0,2269253
60	-0,304168	-0,2208643	-1,1074969	-0,31284703

Annexe 6 : Rentabilités anormales et rentabilités anormales cumulées des entités combinées

Jours	AR	t-AR	CAR	t-CAR
-60	1,5775135	1,31515351	1,5775135	0,78716846
-59	-0,32202709	-0,26847	1,25548641	0,62647915
-58	-0,19129255	-0,15947824	1,06419385	0,53102547
-57	0,36836921	0,30710486	1,43256306	0,71483919
-56	-0,15995272	-0,13335061	1,27261034	0,63502387
-55	-2,18899429	-1,8249375	-0,91638395	-0,45726933
-54	-2,75437699	-2,29629007**	-3,67076094	-1,83168465*
-53	2,15205011	1,79413759*	-1,51871083	-0,75782634
-52	0,46260165	0,38566528	-1,05610918	-0,52699127
-51	-0,35629522	-0,29703892	-1,4124044	-0,70478016
-50	-0,97988715	-0,81691981	-2,39229156	-1,19373716
-49	-1,39635888	-1,16412714	-3,78865043	-1,8905107
-48	-0,01281336	-0,01068234	-3,8014638	-1,89690448
-47	3,17380667	2,64596341***	-0,62765712	-0,31319662
-46	-1,48403573	-1,23722225	-2,11169286	-1,05372032
-45	0,35795002	0,29841851	-1,75374284	-0,8751057
-44	1,95888108	1,63309496	0,20513825	0,10236258
-43	-1,94173131	-1,6187974	-1,73659306	-0,86654808
-42	1,72032048	1,43420993	-0,01627258	-0,0081199
-41	0,46248763	0,38557023	0,44621506	0,22265827
-40	0,36696045	0,30593039	0,81317551	0,40576903
-39	-1,77783605	-1,48215995	-0,96466054	-0,48135903
-38	-0,90614568	-0,75544245	-1,87080622	-0,93351953
-37	0,59485337	0,4959219	-1,27595285	-0,63669176
-36	-0,96718395	-0,80632931	-2,2431368	-1,11930995
-35	1,34107441	1,11803717	-0,90206239	-0,45012297
-34	2,18999351	1,82577053*	1,28793112	0,64266884
-33	0,21824695	0,18194979	1,50617807	0,75157258
-32	0,51050761	0,42560389	2,01668569	1,00631239
-31	-0,55534402	-0,46298345	1,46134167	0,72919952
-30	-0,29481616	-0,24578459	1,16652551	0,58208826
-29	-1,00865512	-0,84090331	0,15787039	0,07877624
-26	0,43922402	0,36617564	0,5970944	0,29794603
-27	0,96723997	0,80637601	1,56433438	0,78059217
-26	0,467709	0,38992322	2,03204338	1,01397577
-25	0,25090761	0,20917857	2,28295098	1,13917696
-24	0,11101603	0,09255269	2,39396701	1,1945732
-23	-1,0102021	-0,84219301	1,38376491	0,69048924
-23	-0,32552217	-0,27138381	1,05824274	0,5280559
-21	1,48612325	1,23896259	2,54436599	1,26962126

-20	-1,44326922	-1,20323571	1,10109678	0,54943977
-19	1,27951724	1,06671771	2,38061401	1,18791014
-18	-0,44329583	-0,36957025	1,93731819	0,96670855
-17	-0,29642588	-0,24712659	1,64089231	0,81879406
-16	-0,84480194	-0,70430094	0,79609037	0,39724366
-15	-1,15373698	-0,96185627	-0,35764662	-0,17846322
-14	0,72196451	0,60189289	0,36431789	0,18179214
-13	-1,24525197	-1,03815118	-0,88093408	-0,43958009
-12	0,50377191	0,41998841	-0,37716218	-0,18820135
-11	0,3716243	0,30981859	-0,00553787	-0,00276336
-10	-1,05697917	-0,88119047	-1,06251705	-0,53018875
-9	1,13609257	0,94714634	0,07357552	0,03671368
-8	0,75727005	0,63132668	0,83084557	0,41458627
-7	-2,13949564	-1,78367108	-1,30865007	-0,65300745
-6	0,29216264	0,24357238	-1,01648744	-0,50722029
-5	1,16312464	0,96968264	0,1466372	0,07317096
-4	-1,4561445	-1,21396968	-1,3095073	-0,6534352
-3	-0,71736588	-0,59805907	-2,02687318	-1,01139588
-2	0,69704896	0,58112111	-1,32982422	-0,66357321
-1	-0,38902294	-0,32432362	-1,71884716	-0,857693
0	2,96275132	2,47000917**	1,24390416	0,62069968
1	-5,13533858	-4,28126832***	-3,89143442	-1,94179921*
2	2,89228889	2,41126551**	-0,99914553	-0,4985668
3	-1,76020937	-1,4674648	-2,7593549	-1,37689926
4	0,17902075	0,14924739	-2,58033416	-1,28756913
5	-0,35231307	-0,29371906	-2,93264723	-1,46337095
6	0,42946157	0,35803681	-2,50318566	-1,24907255
7	-0,29919833	-0,24943795	-2,80238399	-1,39837048
8	-0,12250686	-0,10213246	-2,92489085	-1,45950057
9	1,36304159	1,13635093	-1,56184926	-0,77935212
10	-1,25862823	-1,04930281	-2,82047749	-1,40739901
11	0,18893162	0,15750996	-2,63154587	-1,31312343
12	0,11055028	0,0921644	-2,5209956	-1,25795959
13	0,16113173	0,13433353	-2,35986387	-1,17755596
14	0,62242758	0,51891018	-1,73743629	-0,86696885
15	-1,53728811	-1,2816181	-3,2747244	-1,63406512
16	0,21900331	0,18258035	-3,05572109	-1,52478396
17	0,26882264	0,22411411	-2,78689846	-1,3906433
18	0,00806817	0,00672634	-2,77883028	-1,38661734
19	1,46539562	1,22168222	-1,31343466	-0,65539493
20	-0,94897035	-0,79114486	-2,26240502	-1,12892466
21	0,05012204	0,04178612	-2,21228298	-1,1039141
22	1,22593118	1,02204368	-0,9863518	-0,49218281
23	-1,13755993	-0,94836966	-2,12391173	-1,05981745
24	0,54319851	0,45285789	-1,58071321	-0,7887651

25	0,05859032	0,04884602	-1,5221229	-0,75952893
26	0,66771879	0,5566689	-0,85440411	-0,42634182
27	0,03599348	0,03000732	-0,81841064	-0,40838132
28	1,29176083	1,07692504	0,47335019	0,23619852
29	-0,05064511	-0,04222221	0,42270508	0,21092695
30	0,90457259	0,75413099	1,32727767	0,66230249
31	0,91313677	0,76127085	2,24041444	1,11795151
32	0,47445256	0,39554523	2,714867	1,3547001
33	-0,66236573	-0,55220612	2,05250127	1,02418412
34	-1,14309608	-0,95298508	0,90940519	0,45378698
35	0,26991174	0,22502209	1,17931694	0,5884711
36	0,09400491	0,07837073	1,27332185	0,63537891
37	-0,01767351	-0,01473419	1,25564834	0,62655995
38	-1,39201239	-1,16050353	-0,13636405	-0,06804473
39	-1,17155079	-0,97670742	-1,30791484	-0,65264058
40	-0,2025678	-0,16887827	-1,51048264	-0,75372052
41	-1,61060371	-1,34274041	-3,12108634	-1,55740078
42	0,18277432	0,15237669	-2,93831202	-1,46619764
43	-1,00796601	-0,84032881	-3,94627803	-1,9691658*
44	-1,16662312	-0,97259928	-5,11290116	-2,55130277***
45	0,7876062	0,65661756	-4,32529496	-2,15829266**
46	-1,33522021	-1,1131566	-5,66051517	-2,82455843***
47	0,49144063	0,40970798	-5,16907455	-2,57933291***
48	0,31536144	0,26291293	-4,85371311	-2,42196971**
49	1,38222277	1,15234204	-3,47149034	-1,73224998*
50	1,07266746	0,89426961	-2,39882289	-1,19699624
51	2,04822777	1,70758219*	-0,35059512	-0,17494457
52	-0,11861757	-0,09889	-0,46921269	-0,23413393
53	1,09908748	0,91629565	0,6298748	0,31430322
54	-0,00271328	-0,00226202	0,62716152	0,31294932
55	-0,25263342	-0,21061736	0,3745281	0,18688697
56	0,34201466	0,28513339	0,71654276	0,35754994
57	0,35471531	0,29572177	1,07125806	0,53455046
58	0,67880844	0,56591421	1,7500665	0,87327123
59	1,2009935	1,00125345	2,95106	1,47255879
60	-0,14065606	-0,11726322	2,81040394	1,40237238

Annexe 7 :**Rentabilités à long terme de Santander et de ses différents benchmarks (2005-2007)**

Mois	BSCH	Barclays	BNP Paribas	Llyods TSB	ING	Deutsche Bank	BBVA	FSTE 100	EURO STOXX BANK P (SX7E.Z)
36	0,10%	0,00%	-7,72%	-3,42	-5,83%	-9,23%	-0,90%	-5,94%	-5,27%
35	-4,21%	1,37%	3,51%	-3,30	-0,96%	-4,65%	-3,09%	-0,20%	-3,70%
34	9,68%	7,27%	1,60%	-1,03	-1,59%	3,37%	6,42%	2,67%	0,09%
33	-1,27%	-3,82%	-5,57%	3,75	6,28%	12,35%	-2,71%	2,24%	5,44%
32	-4,66%	4,97%	1,53%	1,81	-1,90%	1,60%	-0,28%	2,21%	1,84%
31	-3,42%	2,51%	2,29%	-1,29	-3,84%	-8,47%	-3,28%	-0,51%	-3,40%
30	3,23%	6,40%	8,85%	1,75	-0,10%	7,00%	5,21%	-0,28%	3,82%
29	3,12%	2,20%	1,80%	5,74	4,34%	4,08%	-0,07%	2,84%	3,60%
28	1,80%	-0,57%	2,81%	-3,40	-7,27%	-1,25%	-3,53%	-1,31%	-1,47%
27	8,76%	-9,78%	0,73%	3,71	0,06%	3,62%	4,40%	2,83%	3,17%
26	2,96%	1,71%	-2,28%	3,45	2,78%	6,73%	2,32%	0,93%	2,68%
25	2,93%	3,44%	-1,28%	-1,22	8,19%	-1,21%	7,15%	-0,37%	5,22%
24	3,80%	11,23%	5,78%	1,41	3,40%	2,55%	4,30%	1,63%	1,87%
23	1,28%	-1,64%	7,38%	5,56	0,66%	1,06%	-0,48%	1,91%	-0,08%
22	-7,38%	3,47%	1,71%	-5,62	-5,34	-7,99%	-7,68%	-4,97%	-6,08%
21	2,06%	5,44%	6,24%	-3,09	0,90%	3,26%	2,76%	0,98%	-0,36%
20	-1,67%	-2,27%	0,00%	3,91	3,38%	1,94%	0,85%	2,99%	0,61%
19	4,10%	3,62%	7,31%	8,69	7,34%	4,61%	2,78%	0,54%	6,38%
18	6,20%	0,90%	-1,19%	4,30	0,27%	7,91%	11,01%	2,52%	5,59%
17	3,27%	0,27%	5,20%	3,83	6,47%	-1,47%	0,44%	3,61%	3,56%
16	2,23%	6,52%	3,77%	1,84	14,43%	6,40%	2,08%	1,99%	5,13%
15	-2,58%	-2,89%	11,28%	-1,07	-2,97%	0,39%	1,65%	-2,93%	-1,18%
14	10,34%	-0,74%	-6,87%	2,41	5,30%	10,83%	8,47%	3,41%	6,11%
13	-2,34%	-4,25%	-0,27%	-3,25	-3,67%	-1,80%	-3,28%	0,28%	-1,61%
12	6,55%	-0,33%	0,99%	1,90%	6,9%	10,50%	9,9%	3,3%	4,62%
11	3,38%	-0,68%	3,85%	4,41%	3,97%	2,42%	0,11%	3,01%	3,27%
10	3,67%	8,52%	1,90%	1,23%	6,54%	2,99%	6,67%	3,38%	3,49%

9	-3,85%	1,51%	-1,96%	-6,38%	-6,96%	-5,23%	-3,81%	-1,89%	-3,36%
8	0,32%	0,38%	2,61%	2,33%	0,21%	0,36%	-3,87%	-1,49%	-0,65%
7	3,50%	3,01%	4,47%	-1,31%	5,29%	1,62%	1,16%	2,39%	2,81%
6	-0,16%	13,64%	2,88%	4,92%	-0,80%	-0,12%	-0,32%	0,79%	2,05%
5	0,84%	-16,16%	-7,51%	12,28%	7,54%	2,46%	5,45%	2,36%	3,37%
4	4,20%	1,51%	-1,96%	-2,26%	-0,23%	6,98%	0,67%	1,71%	2,39%
3	11,30%	0,38%	2,61%	-0,11%	2,11%	2,98%	11,90%	1,17%	4,54%
2	-2,09%	3,01%	4,47%	3,48%	1,31%	3,55%	1,40%	2,50%	3,17%
1	2,54%	13,64%	2,88%	3,84%	6,72%	-3,22%	-1,13%	1,05%	0,39%
1-12	127,60%	128,13%	113,28%	125,8%5	125,85%	127,29%	109,96%	119,70%	129,12%
1-24	154,20%	154,06%	166,36%	150,43%	181,17%	165,22%	168,06%	134,33%	158,70%
1-36	191,19%	169,52%	175,26%	159,67%	179,33%	185,57%	179,90%	140,84%	174,74%

Annexe 8:**Grupo Santander: Consolidated Balance Sheets as of December 31, 2003, 2002, and 2001**

	2003	2002	2001
Assets	Mill euros		
Cash on hand and deposits at central banks	8,907	6,242	9,782
Government debt securities	31,108	24,988	24,695
Loans and credits	210,122	203,229	216,811
Fixed-income securities	44,277	32,086	42,304
Equity holdings and Investments in group companies	15,398	13,766	15,697
Goodwill and intangible assets	7,860	10,598	10,742
Property and equipment	4,584	4,941	6,354
Treasury stock	10	15	21
Other assets	24,903	23,908	30,203
Assets of long-term assurance funds	4,622	4,435	1,527
Total Assets	351,791	324,208	358,138
Liabilities and equity			
Due to credit institutions	75,580	50,821	53,930
Customer deposits	159,336	167,818	181,527
Marketable debt securities	44,441	31,289	41,609
Other liabilities and provisions	30,712	31,837	37,791
Liabilities of long-term assurance funds	3,232	2,786	3,327
Equity	38,490	39,660	39,949
Total liabilities and equity	351,791	324,208	358,138

Source: Grupo Santander, Annual reports.

Annexe 9: Abbey Group—Consolidated Profit and Loss Account

	2003	2002	2001
Interest income	17,204	22,711	28,718
Interest expense	-9,245	-13,353	-17,860
Net interest income	7,958	9,359	10,257
Net fees	5,254	4,774	5,426
Gross operating income	13,203	14,133	15,582
General administrative and other expenses	-9,724	-9,925	-11,611
Net operating income	3,479	4,207	4,072
Income from subsidiaries	1,363	1,289	1,691
Provisions	-1,409	-1,648	-1,587
Extraordinary Earnings	669	-339	61
Income before tax	4,101	3,509	4,237
Taxes	-869	-315	-910

Source: Grupo Santander, Annual reports.

Annexe 10: Abbey Group-Consolidated Balance Sheet

	2003	2002
Assets	Mill pounds	
Cash on hand and deposits at central banks	7,594	6,997
Government debt securities	1,631	1,483
Loans and credits	93,839	90,423
Fixed-income securities	32,901	63,254
Equity holdings and Investments in group companies	3,944	3,330
Goodwill and intangible assets	341	376
Property and equipment	2,797	2,944
Other assets	5,392	6,976
Assets of long-term assurance funds	28,336	29,411
Total Assets	176,791	205,194
Liabilities and equity		
Due to credit institutions	22,125	24,174
Customer deposits	74,401	76,438
Marketable debt securities	25,079	48,192
Other liabilities and provisions	20,949	19,694
Liabilities of long-term assurance funds	28,890	30,038
Equity	5,331	6,350
Total liabilities and equity	176,791	205,194

Source: Abbey National, Annual report.

BIBLIOGRAPHIE

Aktas, N. et Roll, R. (2007), "Is European M&A regulation protectionist?", *Economic Journal*, Vol. 117, n. 522, pp. 1096-1121.

Akhavain, J. D., Berger, A.N. et Humpphrey D.B (1997), "The effects of mega mergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function", *Review of Industrial Organization*, n°12, P.95-139.

Akerlof, G.A. (1970), "The market for 'lemons': Qualitative uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500

Aliber, R. (1984), " International banking: A survey". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16 (4):661-678.

Allen, F. et Santomero, A.M. (1997). "Financial market, intermediaries and intertemporal smoothing" *Journal of Political Economic*", vol. 105, p1461-1486.

Amel, D., Colleen, B., Panetta, F., et C Salleo (2004). "Consolidation, Efficiency and Competition in the Financial Sector: A Review of the International Evidence," in Bagella, Michele ed., *Monetary Integration, Markets and Regulations*. Oxford; Amsterdam and San Diego: Elsevier JAI, pp. 209-252.

Amihud Y., DeLong G. L. et Saunders A. (2003), "The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Bank Risk and Value", *Journal of International Money and Finance*

Amihud, Y. et LEV, B. (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 605-617.

Alchian, A. et Demsetz, H. (1972), "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777-795.

Andrade, G., Mitchell. et Stafford, E. (2001), "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n° 2, pp. 103-120.

Andrade, G. et Stafford, E. (2004), "Investigating the economic role of mergers", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 1-36.

Asquith, P., Bruner, R.F. et Mullins, D.W. (1983), "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 121-139.

Asquith, P., Bruner, R.F. et Mullins, D.W. (1990): *Merger Returns and the Form of Financing*, Working Paper 3203-90 EFA, Massachusetts Institute of Technology

Ayadi, R. et Pujals, G. (2005), "Banking Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, Assessment and Prospects", *SUERF Studies*, 2005/3

Ayadi, R. (2007), "Introduction and Validation of a New Conceptual Approach to Assess Banking Mergers and Acquisitions' Performance in Europe", March 2007, available at http://www.business.bham.ac.uk/events/papers/R_Ayadi.pdf.

- Bachelier, L.** (1900), « Théorie de la spéculation », *Gauthier-Villars*
- Ball, R. et Brown, P.** (1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Number”. *Journal of Accounting Research*, pp.159-173
- Ball, R.** (1978), “Anomalies of relationships between securities’ yields and yields surrogates” *Journal of Financial Economics*, 6 pp.103-126
- Ball, R.** (1978), “Filter Rules: Interpretation of Market Efficiency, Experimental Problems and Australian Evidence”, *Accounting Education*, pp.1-17.
- Ball, C. et Tschoegl, A.** (1982), “The decision to establish a foreign bank branch or subsidiary: An application of binary classification procedures”. *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, 17 (3):411–424.
- Ball C. et Torous W.** (1988), “Price performance in the presence of event date uncertainty”, *Journal of Financial Economics*, vol. 22: pp. 123-154.
- Banque Centrale Européenne (2000)**, *Mergers and acquisitions involving in the EU banking industry- facts and implications*, Rapport annuel , décembre
- Banque Centrale Européenne (2010)**, Rapport annuel , décembre 2010
- Banque Centrale Européenne (2009)**, Rapport annuel , décembre 2009
- Banque Centrale Européenne (2008)**, Rapport annuel , décembre 2008
- Banque Centrale Européenne (2007)**, Rapport annuel , décembre 2007
- Banque Centrale Européenne (2000)**, Rapport annuel , décembre 2006
- Barth, J., Caprio G. et Levine, R. (2004)**, « Bank regulation and supervision: what works best”, *Journal of Financial Intermediation*, vol 13, p. 205-248.
- Banz, R.** (1981), “The relationship between Return and Market Value of Common Stock” *Journal of Financial Economics*
- Barth, J. Caprio, G. et Levine, R.,** (2001), “Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?” in Mishkin, F. (ed.), *Prudential Regulation and Supervision: What Works and What Doesn’t*, National Bureau of Economic Research
- Becher, D. A.** (2000), “The valuation effects of bank mergers”, *Journal of Corporate Finance*, n° 6.
- Beitel, P. et Schiereck, D.** (2001), “Value Creation at the Ongoing Consolidation of the European Banking Market”, *Institute for Mergers and Acquisitions*, Working Paper No.05/01

Berger, A. et Offek, E. (1995), "Diversification's Effect on Firms value". *Journal of Financial Economics*, 37, January 189-214.

Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 2^{ème} édition, 1956

Bhattacharya, S. et Thakor, A. V. (1993), "Contemporary banking theory". *Journal of Financial Intermediation*, 3 (1), 2-50

Black, F., Jensen, M. et Scholes, M. (1972), "The Capital Asset pricing Model: Some Empirical Evidence tests", in *Jensen ed.*, *Studies of the Theory of Capital Markets*, Praeger, New-York, pp 1-124.

Benston, G. J. et Smith C.W.A. (1976), "Transaction costs to the theory of financial intermediation", *Journal of Finance*, vol.31, P.215-231

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. 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 N.A. et Humphrey B.D. (1992), "Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense," *Finance and Economics Discussion*, Series 203, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Berger P.G., et Ofek, E. (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.

Berger, A.N., R.S. Demsetz et Strahan, P.E. (1999), "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, 23, 135-194

Berger, A.N., Bonine, S.D. et Goldberg. (2000), "The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on De Novo Entry and Small Business Lending in the Banking Industry", Working Paper, *Financial Institutions Center, The Wharton School, Philadelphia*.

Besanko, D., et G. Kanatas (1993), "Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Moral Hazard", *Review of Financial Studies*, 6 (1), 213-32.

Besanko, D. et Thakor, A. (1993), "Relationship banking, deposit insurance and bank portfolio". in *C. Mayer and X. Vives eds. Capital Markets and Financial Intermediation*, 328-343.

Booth, JR. Cornett, MM. et Tehranian H. (2002), "Boards of directors, Ownership, and Regulation", *Journal of Banking & Finance* 26, 1973-1996.

Boot, A. (2000): Relationship banking : What do we know? *Journal of Financial Intermediation*, 9 (1), 7–25. Boot, A. & Greenbaum, S. (1993). Bank regulation, reputation and rents :Theory and policy implications. in C. Mayer and X. Vives eds. *Capital Markets and Financial Intermediation*, 69–88.

Boot, A. et Schmeits, A. (2006), “The competitive challenge in banking”, in L. Renneboog ed., *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, 133–160.

Boot, A. et Thakor, A. (2000), “Can relationship banking survive competition”, *Journal of Finance*, 55 (2), 679–713.

Boyd J., et Prescott E. (1986), « Financial Intermediary Coalitions », *Journal of Economic Theory*, vol. 38, p. 211-232.

Brealey RA, et Kaplanis E.C. (1996) The determination of foreign banking location. *Journal of International Money and Finance*.-577-597

Buch, C. et De Long, G. (2004), “Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?” *Journal of Banking and Finance*, 28:2077–2102

Buckley P. J. et Casson M. (1991), *The future of the multinational enterprise*, MacMillan, London

Brewer, E., III, et Jagtiani, J. (2007). ”How Much Would Banks Be Willing to Pay to Become “Too- Big-to-Fail” and to Capture Other Benefits?”, Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper RWP 07-05.

Brewer, E., III, Jackson, W. E., III et Jagtiani, J. (2000), “Impact of Independent Directors and the Regulatory Environment on Bank Merger Prices: Evidence from Takeover Activity in the 1990s”. Federal Reserve Bank of Chicago, *Working Paper* No. 2000-31.

Brewer, E., III, Jackson, W. E., III et Jagtiani, J. (2007). “Target’s Corporate Governance and Bank Merger Payoffs”. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Working Paper* RWP 07-13

Brown, D. et M. Ryngaert, (1991), “The mode of acquisition in takeovers: Taxes and asymmetric information”, *Journal of Finance* 46, 653-669.

Brown, S.J., and J.B. Warner (1980), “Measuring security price performance,” *Journal of Financial Economics* 8, September 1980, pp. 205-258.

Brown, S.J., et J.B. Warner (1985), “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics* 14, March 1985, pp. 3-31.

Burger, Y. (2001) “European Banking consolidation: time out? », *Standard & Poor’s*, octobre.

Bruner, R.F. (2002), “Does M&A Pay? A Review of the Evidence for the Decision-Maker”, *Journal of Applied Finance*, 12, pp. 48-68

Calombris, C.W. et Karceski, J. (2000), “Is the bank merger wave of the 1990s efficient? Lessons learned from nine case studies, Mergers and Productivity”, *Kaplan, S.N.*, Chicago, University of Chicago Press

Campa, J.M. et Hernando I. (2009), “Cash, Access to Credit, and Value Creation in M&As”, July, Banco de Espana, *Working Paper* No. 0915.

Campa, J. et Hernando, I (2004). “Shareholder value creation in European M&As”, *European Financial Management* 10:1, 47–81.

Campa, J. M. et I. Hernando (2006), “M&As performance in the European financial industry”, *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 3367-3392.

Casson., M. (1990) “Evolution of multinational banks: A theoretical perspective”. In Geoffrey Jones, editor, *Banks as Multinationals*, pages 14–29, London, Routledge.

Chatterjee, S. (1986): “Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging end rival firms”, *Strategic Management Journal*, Vol. 7, 119-139.

Chatterjee, S., JOHN, K. et YAN, A: (2009) “*Takeovers and divergence of investor opinion*”, Working paper, Fordham University, College of Business Administration and Department of Finance, New York University Department of Finance(<http://ssrn.com/abstract=1327289>).

Chatterjee, S. et Yan, A. (2008): “Using innovative securities under asymmetric information: Why do some firms pay with contingent value rights?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, pp. 1001-1036.

Claessens, S., A. Demirgüç-Kunt, et Huizinga, H. (2000), The Role of Foreign Banks in Domestic Banking Systems. In S. Claessens and M. Jansen, (eds.), *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, Boston, MA, Kluwer Academic Press.

Claessens, S., et Laven, L. (2004), “What Drives Bank Competition? Some International Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3), 563-583.

Coase, R. H. (1937), *The nature of the firm*, *Economica*, 4(16):386-405.

Calombris, C.W. et Karceski, .L (1998): « Is the bank merger wave of the 1990s efficient? Lessons from nine case studies in mergers and productivity », in *S. Kaplan ed*, University of Chicago.

Cornett M., Hovakimian G., Palia D. et Tehranian H. (2003), “The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns”, *Journal of Banking and Finance*, 27, p.103–131.

Cornett M.H., Hovakimian G., Palia D. et Tehranian H. (2003), “The impact of the

managershareholder conflict on acquiring bank returns," *Journal of Banking & Finance*, Janvier, Vol. 27, p. 103-131.

Cornett M.M. et H. Tehranian, (1992), "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, N°31, p 211 – 234.

Cornett, M. (1991), "Medium of payment in corporate acquisitions: Evidence from interstate bank mergers", *Journal of Money, Credit & Banking* 23, 767-776.

Cornett, M., Hovakimian, G., Palia, D. et Tehranian, H. (2001), "The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns", *Journal of Banking and Finance*, forthcoming

Cowan, A. et Sergeant, A. (1996), "Trading Frequency and Event Study Test Specification", *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1731-57.

Cybo-Ottone A. et Murgia, M. (1996), "Mergers and acquisitions in the European banking market", *Working Paper*, University of Pavia, Italy.

Cybo-Ottone, A. et Murgia, M. (2000), "Mergers and shareholder wealth in European banking", *Journal of Banking and Finance*, 24(6), pp. 831-859.

DeYoung., (1997) "Bank mergers, x-efficiency, and the market for corporate Control", *Managerial Finance*, 23:32–47, 1997.

Diamond, D. et Dybvig, P. (1983), « Bank runs, deposit insurance and liquidity". *Journal of Political Economy*, 91 (3), 401–419.

Diamond, D. W. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring". *Review of Economic Studies*, 51 (3).

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97 (4), 828–862.

Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation : The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99 (4), 401–419.

Diamond, D. W. et Rajan, R. (2001), « Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility : A theory of banking". *Journal of Political Economy*, 109 (2), 287–327

Díaz D.B. et Sanfilippo A.S. (2009), "Determinants of premiums paid in European banking mergers and acquisitions", *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1 (4), 358-380.

Díaz, B., et Sanfilippo, S. (2009), "Determinants of Premiums Paid in European Banking Mergers and Acquisitions," *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 1, no. 4 (February 2009), pp. 358-380.

Díaz, B., Azofra, S. et Gutiérrez, C (2009), “Are M&A premiums too high? analysis of a quadratic relationship between premiums and returns”. *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 48 (3) (Summer): 5.

Díaz, B., Sanfilippo S. et Lopez C. (2009), “Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns”, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, Vol. 48, No. 3.

Dell’Ariccia, G. (2001). Asymmetric information and the structure of the banking industry. *European Economic Review*, 45 (10), 1957–1980.

Dell’Ariccia, G., Friedman, E., et Marquez, R. (1999), “Adverse selection as a barrier to entry in the banking industry”. *Rand Journal of Economics*, 30 (3), 515–534.

Delong, G.L. (2001), “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, *Journal of Financial Economics* 59:221-252.

Demsetz R.S., et Strahan P.E. (1997), “Diversification, Size, and Risk at U.S. Bank Holding Companies”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 29, pp. 300-313.

Demsetz, H. (1983), “The structure of ownership and the theory of the firm,” *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.

Dermine, J., (2003), “European banking: Past, present and future”. In: *Gaspar, V., Hartmann, P., Sleijpen, O. (Eds.), The transformation of the European Financial System Proceedings of the 2nd ECB Central Banking Conference. ECB, Frankfurt.*

Dunning, J. (1977) Trade, location of economic activity and the MNE: a search for an eclectic approach. In B.Ohlin, Hesselborn P. and Wijkman, P. (eds.), *The International Allocation of Economic Activity*, (pp. 395-431), proceeding of a Nobel Symposium held in Stockholm. London: MacMillan Press.

Dodd P., (1980), “Merger proposals, management discretion and stockholder wealth”, *Journal of Financial Economics* 8, 105-138.

Dodd, P., et R. Ruback (1977), “Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics* 5, 351-374.

Dodd, P. Warner, J.B. (1983): *On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests*, Journal of Financial Economics, 11, pp. 401-438, North-Holland Publishing Company

European Central Bank, (2000), « Mergers and acquisitions involving in the EU banking industry. Facts and implications », *Working Paper*, décembre.

European Central Bank, (200), « l’UEM et la surveillance bancaire », *Bulletin mensuel*, avril.

European Central Bank, (2006).”EU banking structures report October 2006, *European Central Bank*, Frankfurt.

European Commission, (2005), “Cross-border consolidation in the EU financial sector”. SEC (2005) 1398. European Commission, Brussels.

European Central Bank (2000), “Mergers and Acquisitions involving the EU banking industry – Facts and Implications”, *ECB Working Paper Series*, December

Eckbo, B.E., Giammarino, R.M. et Heinkel, R.L. (1990), “Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests”, *Review of Financial Studies*, Vol. 3, pp. 651-675.

Fama E. F., French K. R. (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 3-56.

Fama E.F., French K. R. (1992), “The cross-section of expected stock returns”, *Journal of Finance*, vol. 47, p 427-465

Fama, E. (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance* 25, 383-417.

Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). “Separation of ownership and control”. *Journal of Law and Economics* N° 26, 301-325.

Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, et R. Roll, (1969), “The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review* 10, 1-21.

Freixas, X. et Rochet, J.-C. (1997), “*Microeconomics of Banking.*” the MIT Press.

Focarelli, D. et A. F. Pozzolo (2001), “The Patterns of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries”, *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 2305-2337.

Focarelli, D. et A. F. Pozzolo, (2001), “The Patterns of Cross-Border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries”, *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 2305-2337.

Focarelli, D., F. Panetta, et C. Salleo, (2002), “Why do banks merge?”, *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, 1047-1066.

Franks, J.R., Harris, R.S. et S. Titman, (1991), “The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics* 29, 81-96.

Fraser D. et Kolari J. (1988), “Pricing Small Bank Acquisitions.” *Journal of Retail Banking*, 10, 23-28.

French K.R. (1980), “Stock returns and the weekend effect”, *Journal of Financial Economics*, 8, 55-69.

Gale, D. et Hellwig M. (1985), “ Incentive-compatible debt contracts : The one-period problem”. *Review of Economic Studies*, 52 (4), 647–63.

García Blandon, J. (2003) The timing of foreign direct investment under uncertainty: Evidence from the Spanish banking sector.

García Herrero, A. , Santillán, J., Gallego, S., Cuadro, L., et Egea, C. (2002),“Latin American financial development in perspective . Documento de Trabajo 216 del Banco de España.

Gurley, J.G. et E.S. Shaw (1956) “Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process” *Journal of Finance* vol.11, May:257-276

Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1960) *Money in a Theory of Finance* Washington D.C.: The Brookings Institution

Goldberg, L. (2001). When is u.s. bank lending to emerging markets volatile? *NBER Working paper*, 8209.

Golberg, L G. et Grosse, R. (1994) Location choice of foreign banks in the United States. *Journal of Economics and Business* – 367-379

Goldberg, L. G. et D. Johnson (1990), “The Determinants of U.S. Banking Activity Abroad”, *Journal of International Money and Finance*, 9, pp. 123-37.

Goldberg, L. et Saunders, A., (1981a) The Determinants of Foreign Banking Activity in the Untited States, *Journal of Banking and Finance*, 5:17-32.

Goldberg, L. et Saunders, A., (1981b) The Growth of Organisational Forms of Foreign Banks in the US: A Note, *Journal of Money, Credit and Banking*, 13(3): 365-374.

Gray, M. et Gray, H. (1981) The multinational bank: a financial MNC? *Journal of Banking and Finance*, 5, 33-63.

Grosse, R. et Goldberg L. G. (1991), Foreign Bank Activity in the United States: an Analysis by Country of Origin, *Journal of Banking and Finance*, 15, pp. 1092-112.

Grubel, H. (1977), “A theory of multinational banking”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, December, 349-363.

Gordton, G., Kalhl M. et ROSEN, R. (2005),” Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves”, *NBER working paper*, no. 11364

Gort M., (1969), “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, pp. 624-642.

Group of Ten (2001) “Report on Consolidation in the Financial Sector”, available at <http://www.bis.org/publ/gten05.pdf>

Grossman, S. J. et Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70 (3), 393–408.

Hannan, T. H. et Pilloff, S. J. (2009). Acquisition Targets and Motives in the Banking

Industry. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(6), 1167-1187.

Hagendorff, J., Collins, M., et Keasey, K. (2008) "Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US". *Journal of Banking and Finance* 32, 1333–1348.

Hawawini, G. A. et I. Swary, (1990), "Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry. Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry". Elsevier Science Publishers.

Hernando, N., Wall. L. D (2008), "Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union" *Journal of Banking and Financ.*

Holmstrom, B. et Tirole, J.(1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector". *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (3), 663–691.

Houston J. F. et M. D. Ryngaert, (1994), "The overall gaining from large bank mergers", *Journal of Banking and Finance*", N°18, p1155 – 1176. so hard to find ? », *Working Paper*.

Houston J.F. et Ryngaert M.D. (1997), «Equity Issuance and Adverse Selection: a Direct Test Using Conditional Stock Offers», *Journal of Finance*, vol.52, p.197-219.

Houston, J. F., C. M. James, et M. D. Ryngaert (2001), "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders", *Journal of Financial Economics* 60, 285-331.

International Monetary Fund (2005), "Database on International Financial Statistics" Retrieved March 1, 2010, from <http://www.imfstatistics.org/imf/>.

Jacquillet, B., Solnik, B.,(2004), « *Marchés Financiers: gestion des portefeuilles et des risques* », 4 édition

Jeffers, E. (2005), « Concentration et concurrence : le cas européen », in Hans BLOMMESTEIN, Esther JEFFERS, Olivier PASTRE et Gaël PONTBRIAND, *La nouvelle économie bancaire*, Editions Economica, Paris, 2005, pp. 145-153

Jensen M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *The Journal of Finance*, vol. 48, July, n° 3, p. 831-880.

Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, Octobre, p. 305-360.

Jensen M.C. et Ruback R.S. (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp. 5-50.

Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, 323-339.

Hughes, J.P., Lang W.L., Mester, L.J., (1999): The dollars and sense of bank

consolidation, *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 291-324

Karceski, J., Ongena, S. et Smith, D.C. (2005), "The Impact of Bank Consolidation on Commercial Borrower Welfare", *The Journal of Finance* LX(4), pp. 2043-2082

Kothari, S., Lewellen, J., Warner, J. (2006), "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics* 79, 537-568.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., et Shleifer, A. (2002), Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57(2), 265-301.

Larry, D., Benton, E.G. (1989) «*Market valuation effects of banks acquisitions*», Bank Mergers, Current Issues and perspectives

Leland, H. et Pyle, D. (1977): Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries. *Journal of Finance*, 32 (2), 371–387.

Leibesntein H., (1966) : « Allocation efficiency and X-efficiency », *American Economic Review*, n° 56.

Levine, R. (2004), "Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms," In *Handbook of Economic Growth*. Eds. P. Aghion and S. Durlauf, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, forthcoming.

Llewellyn, D.T., (2001), "A Regulatory Regime for Financial Stability", *Oesterreichische Nationalbank (Austrian National Bank), Working Paper n°48*.

Loughran T. et Ritter J. (1995) «The New Issues Puzzle», *The Journal of Finance*, vol. 50, p.23- 51.

Llewellyn D., (2002), "An analysis of the causes of recent banking crises", *The European journal of finance*, 8, vol. 2, 152-175.

Loughran T., Ritter J. et Rydqvist K. (1994), «Initial Public Offerings: International Insights», *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, p. 165-199. Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

Markowitz H.M. (1952) «*Portfolio selection*» *Journal of Finance*, 7(1) March p.77-91

Markowitz, H.M. (1959) «*Portfolio selection: Efficient diversification of investments*», Yale University Press, 197, Second Edition, Basis Blackwell

Mester, L. (1997). What's the point of credit scoring ? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, (Oct), 3–16.

Mitchell, L., Mulherin, H. (1996), « The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity », *Journal of Financial Economics*, 41, June, 193-229

Morck, Randall, Shleifer, A., et Vishny, R. (1996), Management Ownership and Market Valuation: An empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 27, 293-315.

Nelson, R.L., (1959), Mergers movements in American industry, 1895-1956 (*Princeton University Press/NBER*, Princeton NJ)

Pasiouras, F., Tanna, S., et Gaganis, C. (2007). *What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The Role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank-Specific and Market-Specific Factors*. Coventry University, Economics, Finance and Accounting Applied Research Working Paper, No. 2007-3, Coventry University.

Pastré O., (2001) : « Industrie bancaire : les espoirs des Davids face aux Goliaths », *Revue d'Economie Financière*, n° 61.

Piloff, S. J. et Santomero, A. (1997) : « The Value Effect of Bank Mergers and Acquisitions », The Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper*, 97 (7), octobre.

Pozzolo, A. F. (2009), “Bank Cross-Border Mergers and Acquisitions: Causes, Consequences, and Recent Trends”. In P. Alessandrini, M. Fratianni, & A. Zazzaro (Eds.), *Changing Geography of Banking and Finance*. Heidelberg: Springer.

Pyle, D. (1971). On the theory of financial intermediation. *Journal of Finance*, 26 (3), 737–747.

Resti, A. (1998): Regulation Can Foster Mergers, Can Mergers Foster Efficiency? The Italian Case, *Journal of Economics and Business*, 50, pp.157-169

Rajon, R. (2006). Has financial development made the world riskier ? *European Financial Management*, 12 (4), 493–665.

Ritter, J. (1987), « The costs of going public », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, n° 2, p. 269-281.

Ritter, J. (1991), « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, p. 3-27

Ritter, J. (1998), « Initial public offerings », *Contemporary Finance Digest*, vol.2, n°1, p.5-30.

Guider, H et Roux. (2009), « La banque Coopérative en Europe, Stratégie et défis », *Revue Banque*

Saunders, A. et Allen, L. (2002), “Credit Risk Management”. John Wiley and Sons.

Sharpe, S. (1990),” Asymmetric information, bank lending and implicit contracts : A stylized model of customer relationships”. *Journal of Finance*, 45 (4), 1069–1087.

Sharpe, W. F. (1964) “Capital asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk”. *Journal of Finance*, 19 (3), 425–442.

Rhodes, S.A., (1994), “A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980-1993, and an Assessment of the Operating Performance and Event Study Methodologies”, Staff

Study 167, Board of Governors of the Federal Reserve System

Radecki L. J. (1998), « Small expanding geographic reach of retail banking markets », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* n° 4.

Rhodes, S.A. (1998) “The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers”, *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 273-291

Roll, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59 (4), pp. 197-216

Shaffer R S., (1993): « Can Megamergers Improve Bank Efficiency ? », *Journal of Banking and Finance*, n° 17

Schwert, G.W. (2000), “Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?,” *Journal of Finance* 55, 2599-2640.

Schwert, G.W., (2003) “Anomalies and market efficiency”, Chapter 15 in *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz. Elsevier Science B.V., Netherlands.

Shiller, R J., (1979). The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure, *The Journal of Political Economy*, 87(6), 1190–1219.

Shiller, R., (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, *The American Economic Review*, 71(3), 421–436.

Shiller, R., (1999) “Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, edited by J.B. Taylor and M. Woodford.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), “A Survey on Corporate Governance”. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-781.

Shleifer A. et Vishny R.W., (1989), “Management entrenchment: The case of manager-specific investments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.

Van Beek L. et A. T. Rad, (1997), « Market valuation of bank mergers in Europe », *Financial Services*, Amsterdam.

Siems, T.F. (1996), “Bank mergers and shareholder wealth: Evidence from 1995s megamerger deals”. *Financial Industry Studies of the Federal Reserve Bank of Dallas*, pp. 1-12.

Subrahmanyam, V., Rangan, N. and Rosenstein, S. (1997), “The role of outside directors in bank acquisitions”, *Financial Management*, 26 (3), pp. 23 - 26.

Tourani-Rad, A. and Van Beek, L. (1999), “Market valuation of European bank mergers”, *European Management Journal*, 17 (5), pp. 532 - 540.

Toyne, M.F. (1998), "Interstate bank mergers and their impact on shareholder returns: Evidence from the 1990s". *Quarterly Journal of Business and Economics*, 37, pp. 48 - 58.

Travlos, N.G. (1987), "Corporate takeover bids, methods of payment and bidding firm's stock returns". *The Journal of Finance*, 42, pp. 943 - 963.

Vander Venet, T R., (1996), "The effects of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions", *Journal of Banking and Finance*, n° 20.

Oheix, V. (2005), « La consolidation bancaires internationale aura-t-elle lieu ? » in Hans Blommestein, Esther Jeffers, Olivier Pastré et Gaël Pontbriand, La nouvelle économie bancaire, *Editions Economica*, pp. 145-153

Von Thadden, E., E. Berglöf et G. Roland (2010). "The Design of Corporate Debt Structure and Bankruptcy." *Review of Financial Studies* 23, 2648-2679. 40

Wall, L.D. and Gup, B.E. (1989), "Market valuation effects of bank acquisitions. Bank Mergers". *Gup, B.E. Norwell, MA, Kluwer Academic Publishers*, pp. 107 - 120.

Williams, B. (1996), "Determinants of the Performance of Japanese Financial Institutions in Australia 1987-1992," *Applied Economics*, 28, pp. 1153- 65.

Williams, B. (1997) Positive Theories of Multinational Banking: Eclectic Theory versus Internalization Theory. *Journal of Economic Surveys* 11 (1), pp. 71-100.

Williams, B. (1998), Factors Affecting the Performance of Foreign-Owned Banks in Australia: a Cross-Sectional Study, *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 197-219.

Yamori, N. (1998), A Note on the Location Choice of Multinational Banks: the Case of Japanese Financial Institutions, *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 109-20.

Williamson, E., (1967), "The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm", Chicago.

Williamson, E., (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance, *Journal of Finance*, 59, April, 479-506.

World Bank. Integration with the global economy. Technical report, World Development Indicators, 2004

Zollo, M. et Leshchinskii, D. (2000): Can firms learn to acquire? Do markets notice? Working Paper, *Financial Institutions Center*, The Wharton School, Philadelphia, PA.

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1: LE MODÈLE DE DOMINOS DANS LA CONTAGION FINANCIÈRE.....	29
FIGURE 2 : ÉVOLUTION DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN VALEUR ET EN NOMBRE DANS LE MONDE (1990-2009).....	33
FIGURE 3: RÉPARTITION DE LA NATURE DES OFFRES (2002-2010).....	34
FIGURE 4: RÉPARTITION DES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE MONDE.....	35
FIGURE 5: ÉVOLUTION DU VOLUME DES OPÉRATIONS DE LBO (2000-2010).....	36
FIGURE 6: MONTANT DES FONDs LEVÉS EN MILLIARDS DE DOLLARS (1997-2010).....	36
FIGURE 7: EMISSIONS DE PRÊTS DANS LES OPÉRATIONS LBO.....	37
FIGURE 8: TYPE DE PAIEMENT DANS LES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE MONDE (2000-2010).....	38
FIGURE 9: ENCOURS MONDIAUX DE HEDGE FUNDS.....	39
FIGURE 10: RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS SELON LE PAYS DE L'ACQUÉREUR EN MILLIARDS DE DOLLARS US (2005, 2006, 2007 ET 2008).....	40
FIGURE 11: RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN POURCENTAGE SELON LE PAYS DE L'ACQUÉREUR.....	41
FIGURE 12: RÉPARTITION SECTORIELLE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE MONDE.....	42
FIGURE 13: RÉPARTITION SECTORIELLE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE MONDE EN POURCENTAGE (2007-2008).....	43
FIGURE 14: PART DE MARCHÉ DES FUSIONS ET ACQUISITIONS BANCAIRES EUROPÉENNES (1990-2008).....	43
FIGURE 15 : SOURCES DE FINANCEMENT DANS LA ZONE EURO AU ROYAUME-UNI, DANS L'UE-27, AUX ÉTATS-UNIS, AU JAPON ET DANS LE MONDE EN POURCENTAGE DU PIB EN 2007.....	45
FIGURE 16: POIDS DES DIFFÉRENTS SECTEURS BANCAIRES.....	46
FIGURE 17 : L'ÉVOLUTION DU BILAN DES BANQUES BRITANNIQUES.....	47
FIGURE 18 : L'ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BANQUES AU ROYAUME-UNI.....	48
FIGURE 19 : ÉVOLUTION DU BILAN DES BANQUES ALLEMANDES.....	49
FIGURE 20 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BANQUES ALLEMANDES.....	49
FIGURE 21 : ÉVOLUTION DU BILAN DES BANQUES FRANÇAISES.....	50
FIGURE 22 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BANQUES FRANÇAISES.....	50
FIGURE 23 : ÉVOLUTION DU BILAN DES BANQUES ITALIENNES.....	51
FIGURE 24 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BANQUES EN ITALIE.....	51
FIGURE 25: ÉVOLUTION DU BILAN DES BANQUES ESPAGNOLES.....	52
FIGURE 26 : L'ÉVOLUTION DU NOMBRE DE BANQUES EN ESPAGNE.....	53
FIGURE 27: POIDS DES CINQ PLUS GRANDES INSTITUTIONS DANS LE TOTAL DES ACTIFS DU SECTEUR BANCAIRE EUROPÉEN.....	55
FIGURE 28: ÉVOLUTION DU NOMBRE D'OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS L'UNION EUROPÉENNE (1997-2009).....	56
FIGURE 29: VALEUR DES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS RÉALISÉES PAR LES BANQUES EUROPÉENNES.....	58
FIGURE 30 : CLASSEMENT DES BANQUES EUROPÉENNES SELON LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (DÉCEMBRE 2008).....	61
FIGURE 31 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX TAUX DIRECTEURS.....	73
FIGURE 32- ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICES BOURSIERS AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE.....	74
FIGURE 33 : LES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE ET TAILLE CRITIQUE.....	78
FIGURE 34- SCHÉMA TEMPOREL D'ANALYSE D'ÉVÉNEMENT.....	110
FIGURE 35- LE PRIX DU RISQUE.....	119
FIGURE 36: LES DIFFÉRENTES FENÊTRES D'ÉVÉNEMENT ÉTUDIÉES.....	145
FIGURE 37- RENTABILITÉS ANORMALES ET RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES BANQUES CIBLES SUR LA FENÊTRE [-20;20] ..	151
FIGURE 38- RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES BANQUES ACQUÉREUSES SUR LE FENÊTRE [-20 ;+20].....	156
FIGURE 39: ÉVOLUTIONS DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES ET DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES COMBINÉES.....	161
FIGURE 40- IMPACT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES SUR LA FENÊTRE [-20 ;+20] (BANQUE CIBLES, ACQUÉREUSES ET COMBINÉES).....	164
FIGURE 41: ÉVOLUTION DE RENTABILITÉS ANORMALES DE ABBEY (AR%).....	200
FIGURE 42: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES (AAR%) ET DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES (CAR%) DE LA BANQUE ABBEY.....	200
FIGURE 43: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES (AR%) DE ABBEY.....	201
FIGURE 44: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES ET DES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DE SANTANDER.....	202
FIGURE 45: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES (CAR%) DES ENTITÉS COMBINÉES.....	203
FIGURE 46: ÉVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULES DE ABBEY, SANTANDER ET DES ENTITÉS COMBINÉES.....	204
FIGURE 47: IMPACT DE L'ACQUISITION SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES DE ABBEY, SANTANDER ET DES ENTITÉS COMBINÉES....	204
FIGURE 48: ÉVOLUTION À LONG TERME DE LA RENTABILITÉ DE SANTANDER ET DE SES DIFFÉRENTS BENCHMARKS (2004-2007) ..	206
FIGURE 49: ÉVOLUTION DE LA PERFORMANCE DE SANTANDER ENTRE 2005-2007 (%).....	208
FIGURE 50 : ÉVOLUTION DE L'EFFICIENCE DE SANTANDER (2005-2007).....	208

FIGURE 51: ÉVOLUTION DU ROE DE SANTANDER (2005-2007) EN %.....	209
FIGURE 52 : ÉVOLUTION DU NOMBRE DE SALARIÉS DE ABBEY (2005-2007) EN %	211

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1: EVOLUTION DES FUSIONS ET ACQUISITIONS EN VALEUR ET EN NOMBRE SUR LA PÉRIODE 1990-2010	32
TABLEAU 2: TOP DES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS LE MONDE	34
TABLEAU 3: EVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DANS L'UNION EUROPÉENNE.....	54
TABLEAU 4: LES PRINCIPALES FUSIONS ET ACQUISITIONS DOMSTIQUES EN EUROPE (1997-2008)	57
TABLEAU 5: LES PRINCIPALES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS PANEUROPÉENNES ENTRE 1997 ET 2008	59
TABLEAU 6: LES DIX PLUS GRANDES FUSIONS ET ACQUISITIONS RÉALISÉES PAR LES BANQUES EUROPÉENNES EN DEHORS DE L'EUROPE	60
TABLEAU 7: CONCENTRATION BANCAIRE AUX ETATS-UNIS EN 1994 ET 1997.....	66
TABLEAU 8: LES ÉCONOMIES D'ÉCHELLE ATTENDUES DANS CERTAINES FUSIONS ET ACQUISITIONS	79
TABLEAU 9: PRÉVISION THÉORIQUE DE L'IMPACT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS.....	90
TABLEAU 10: SYNTHÈSE DE LA LITTÉRATURE PORTANT SUR L'INTERNATIONALISATION DES BANQUES	95
TABLEAU 11: LES DIFFÉRENTES ÉTUDES D'ÉVÈNEMENT RÉALISÉES AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE	137
TABLEAU 12: NOMBRE DE BANQUES ACQUÉREUSES ET CIBLES.....	140
TABLEAU 13: RÉPARTITION DES OPÉRATIONS DE FUSIONS ET ACQUISITIONS PAR ANNÉE SELON L'ORIENTATION GÉOGRAPHIQUE	141
TABLEAU 14: RÉPARTITION DES BANQUES (FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANFRONTALIÈRES)	142
TABLEAU 15: SOURCES D'INFORMATION DES DIFFÉRENTES DONNÉES DE NOTRE RECHERCHE.....	143
TABLEAU 16: ECHANTILLON DE L'ÉTUDE	143
TABLEAU 18: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES ET RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES CIBLES..	152
TABLEAU 19: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES ET RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES AVEC DIFFÉRENTS TESTS STATISTIQUES.....	153
TABLEAU 20: LES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES BANQUES CIBLES (CAAR %)	155
TABLEAU 21: RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES BANQUES CIBLES EN COMPARAISON AVEC DES ÉTUDES ANTÉRIEURES.....	155
TABLEAU 22: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES ACQUÉREUSES SUR LA FENÊTRE [-20; +20]	158
TABLEAU 23: EVOLUTION DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES ET DES RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES ACQUÉREUSES SUR LA FENÊTRE [-20; +20]	158
TABLEAU 24: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES EN COMPARAISON AVEC DES ÉTUDES ANTÉRIEURES	160
TABLEAU 25: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES ET ANORMALES MOYENNES CUMULÉES SUR LA FENÊTRE [-20, 20].....	162
TABLEAU 26: RENTABILITÉS ANORMALES MOYENNES CUMULÉES DES BANQUES ACQUÉREUSES SUR LES DIFFÉRENTES FENÊTRE DE L'ÉTUDE.....	163
TABLEAU 27: SYNTHÈSE DES RÉSULTATS OBTENUS À L'ISSUE DES ÉTUDES D'ÉVÈNEMENT SELON LES DIFÉRENTES FENÊTRES.....	165
TABLEAU 28: LES VARIABLES DE NOTRE RÉGRESSION	168
TABLEAU 29: LES DIFFÉRENTES HYPOTHÈSES ET ET LES SIGNES ATTENDUS	171
TABLEAU 30: LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES	171
TABLEAU 31: ESTIMATION DES RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES BANQUES ACQUÉREUSES	172
TABLEAU 32: TABLEAU DE SYNTHÈSE DES RÉSULTATS OBTENUS SUR LA FENÊTRE [-1 ;+1]	173
TABLEAU 33: ECHANTILLON DE L'ÉTUDE	181
TABLEAU 34: ANALYSE DE LA MODIFICATION DU RISQUE DUE AUX ANNONCES DE FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANFRONTALIÈRES: DÉCOMPOSITION DE LA VARIANCE DES RENTABILITÉS DES BANQUES ACQUÉREUSES SELON LE MODÈLE DE MARCHÉ	181
TABLEAU 35: ANALYSE DE LA MODIFICATION DU RISQUE DES BANQUES CIBLES DUE AUX ANNONCES DE FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES: DÉCOMPOSITION DE LA VARIANCE SELON LE MODÈLE DE MARCHÉ	182
TABLEAU 36: TOP 15 DES BANQUES DE L'UNION EUROPÉENNE	186
TABLEAU 37- LES SOURCES DES BÉNÉFICES DE SANTANDER DANS LE MÉTIER DE LA BANQUE DE DÉTAIL	187
TABLEAU 38: RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU CRÉDIT ACCORDÉ EN %	188
TABLEAU 39: RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES DÉPÔTS %.....	188
TABLEAU 40: LE PIB, LA POPULATION ET LE PIB PAR TÊTE DANS L'UNION EUROPÉENNE EN 2004	189
TABLEAU 41: EUROPEAN BANKING: STRUCTURE OF PROFIT & LOSS ACCOUNT, 2003 (% OF TOTAL ASSETS).....	190
TABLEAU 42: CONFIGURATION DE LA NOUVELLE ENTITÉ (SANTANDER+ ABBEY NATIONAL)	191
TABLEAU 43: LES DONNÉES DU SECTEUR BANCAIRE AU ROYAUME-UNI EN 2003.....	191
TABLEAU 44: LA STRUCTURE DU COÛTS DES BANQUES DE DÉTAIL AU ROYAUME-UNI EN 2003	192
TABLEAU 45: LES DIFFÉRENTES ACQUISITIONS EFFECTUÉES PAR SANTANDER DE 1982 À 2008	193
TABLEAU 46: EFFET DE L'ANNONCE SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES DE ABBEY	199
TABLEAU 47: IMPACT DE L'ACQUISITION DE ABBEY SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES DE SANTANDER	201
TABLEAU 48: IMPACT DE L'ACQUISITION SUR LA RICHESSE DES ENTITÉS COMBINÉES.....	203
TABLEAU 49: EVOLUTION DES RENTABILITÉS DE SANTANDER ET DE SES BENCHMARK À LONG TERME	206
TABLEAU 50: EVOLUTION DE LA PERFORMANCE DE SANTANDER (2005-2007)	207
TABLEAU 51: EVOLUTION DU ROE DE SANTANDER.....	209
TABLEAU 52:ÉVOLUTION DU NOMBRE D'EMPLOYÉ DE LA BANQUE ABBEY (2005-2007)	210

Table des matières

REMERCIEMENTS	3
INTRODUCTION GÉNÉRALE	4
La problématique de la thèse	9
Organisation de la thèse	9
PREMIÈRE PARTIE. L'ANALYSE THÉORIQUE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS BANCAIRES EUROPÉENNES.....	11
Chapitre I. L'ÉVOLUTION DU PHÉNOMÈNE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS ET SPÉCIFICITÉS DES BANQUES.....	13
Introduction.....	13
Section 1. Les spécifiques des banques	13
1. Les justifications de l'existence des banques	14
1.1. Les banques réduisent les coûts de transaction.....	14
1.2. Les banques réduisent les asymétries d'informations	16
1.2.1. L'approche de signalisation : Leland et Pyle (1977)	20
1.2.2. Asymétrie d'information, délégation de contrôle : le modèle de Diamond (1984)	22
1.3. Les banques jouent un rôle d'assurance liquidités : le modèle de Diamond- Dybvig	23
2. Le rôle des banques dans le financement de l'économie et la stabilité financière	28
2.1. Le rôle des banques dans la stabilité financière : la nécessité de réguler les banques	28
2.2. Le rôle des banques dans le financement de l'économie	29
Section 2. Les fusions et acquisitions : un phénomène global et multisectoriel.....	30
1. Les caractéristiques récentes du marché des fusions et acquisitions dans le monde.....	31
1.1. Répartition géographique des fusions et acquisitions	39
1.2. Répartition sectorielle des fusions et acquisitions	41
2. La dynamique des fusions et acquisitions bancaires en Europe.....	44
2.1. Les caractéristiques de l'industrie financière européenne	44
2.1.1. La prépondérance des banques	44
2.1.2. Le morcellement du système bancaire européen	45
2.1.2.1. Le système bancaire britannique	47
2.1.2.2. Le système bancaire Allemand	48
2.1.2.3. Le système bancaire français.....	49
2.1.2.4. Le système bancaire italien	51
2.1.2.5. Le système bancaire espagnol.....	52
2.2. Le dynamique des fusions et acquisitions bancaires en Europe	53
2.2.1. Évolution des établissements de crédit en Europe	53
2.2.2.1. L'émergence de « champions domestiques » à partir de 1999.....	56
2.2.3. La montée en puissance des F&A transfrontalières à partir de 2004	58
Conclusion	62
Chapitre II. LES MOTIVATIONS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS BANCAIRES EUROPÉENNES	63
Introduction.....	63
Section 1. Les motivations externes	64
1. L'impact de la dérégulation et de la globalisation financière sur le marché bancaire	64
1.1. Le processus de dérégulation aux États-Unis et en Europe	64
1.1.1. Le mouvement de dérégulation aux États-Unis	64
1.1.2. Le processus de dérégulation en Europe.....	67
2. Les changements technologiques et les innovations financières	69
2.1. Les changements technologiques	69
2.2. Les innovations financières	70
3. L'introduction de l'euro	71
4. Les conditions économiques favorables durant les années 1990.....	71

4.1. Une croissance économique vigoureuse durant les années 1990	71
4.2. Les taux d'intérêt historiquement bas jusqu'en 2005	72
4.3. Les conditions boursières favorisent le financement des fusions et acquisitions.....	73
Section 2. Les motivations internes.....	76
1. Les fusions et acquisitions créent de la valeur pour les actionnaires.....	76
1.1. La recherche d'une meilleure efficacité	76
1.1.1 Les économies d'échelle.....	77
1.1.2. Les économies de gamme	80
1.1.3. L'efficacité-X	81
1.1.4. La diversification des risques.....	82
1.2. Le pouvoir de marché	84
1.3. La réduction d'impôt	87
2. Les fusions et acquisitions peuvent détruire de la valeur	87
2.1. La maximisation de l'utilité des dirigeants	87
2.2. L'hypothèse d'orgueil (Hubris hypothesis).....	88
2.3. La recherche de statut et le désir d'empire.....	89
2.4. La théorie de l'enracinement	89
Conclusion	91
Chapitre III: LES SPÉCIFICITÉS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES.....	92
Introduction.....	92
Section 1. Les justifications théoriques de l'internationalisation des banques et les logiques sous- jacentes	93
1. Les justifications théoriques de l'internationalisation des banques	93
1.1. Les théories du commerce international.....	93
1.2. Les potentialités de croissance et de profit dans le pays de l'acquéreur ou de la cible.....	96
2. Les logiques stratégiques des fusions et acquisitions bancaires transfrontalières	97
2.1. La diversification géographique des risques.....	97
2.2. Le too big to fail	98
Section 2. Les freins associés aux fusions et acquisitions transfrontalières.....	99
1. Les barrières juridiques et réglementaires	99
2. Les barrières géographiques, les différences culturelles et le protectionnisme	99
Conclusion	101
 PARTIE II. UNE ANALYSE EMPIRIQUE D'IMPACT DE L'IMPACT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES	 102
Chapitre IV. LA MÉTHODOLOGIE DES ÉTUDES D'ÉVÉNEMENT.....	104
Introduction.....	104
Section 1. Les études événementielles et efficacité des marchés financiers	105
1. Définition de la méthodologie des études d'événement	105
2. Le concept d'efficacité des marchés.....	106
2.1. L'efficacité informationnelle.....	106
2.2. Les éléments empiriques en défaveur de l'efficacité des marchés	107
2.2.1. Les anomalies de marché	107
2.2.1.6. La volatilité « excessive ».....	109
Section 2. Les différentes étapes de l'étude d'événement	110
1. Identification de la date d'événement et définition de la fenêtre événement	110
2. L'estimation des rentabilités attendues	111
3. La détermination des rendements anormaux (AR-Abnormal Return)	111
3.1. Les modèles de rentabilité statistiques	112
3.1.1 Les rentabilités ajustées par la moyenne.....	112
3.1.2. Les rentabilités ajustées par les mouvements du marché	112
3.1.3. Le modèle de Fama French (FF3F).....	113

3.1.4. Le modèle de marché	113
3.2. Les modèles de rentabilités économiques	116
3.2.1. Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).....	116
3.2.2. Le modèle d'évaluation par arbitrage (MEA).....	120
Section 3. Les tests de significativité des rentabilités anormales.....	122
1. Les propriétés statistiques des rentabilités anormales moyennes et des rentabilités anormales cumulées	122
2. Les tests paramétriques	128
2.1. Le test de Warner Brown.....	128
2.2. Le test de Patell	129
2.3. Le test de Boehmer, Poulsen et Musumeci	130
3. Les tests non paramétriques	131
3.1. Le test de signe	131
3.2. Le test de signe généralisé.....	131
3.3. Le test de rang de Wilcoxon	132
3.4. Le test de rang de Corrado (1989).....	133
Conclusion	134
Chapitre V: IMPACT DES ANNONCES DE FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LA RICHESSE DES ACTIONNAIRES	135
Introduction.....	135
Section 1. Paramètre de l'étude et modèle d'estimation des rentabilités anormales	139
1. Construction et description de l'échantillon	140
2. Spécification du modèle d'estimation des rendements anormaux.....	145
Section 2. Impact des annonces de fusions et acquisitions bancaires sur la richesse des actionnaires ...	150
1. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires des banques cibles	151
2. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires des banques acquéreuses	156
3. Impact des annonces de F&A sur la richesse des actionnaires les banques combinées	161
Section 3. Les déterminants de la performance des banques acquéreuses	166
1. Le modèle de régression.....	166
1.1. L'incidence de la rentabilité des capitaux propres de la banque cible.....	169
1.2. L'incidence du taux de croissance des actifs de la banque cible	169
1.3. L'incidence de la taille relative	169
1.4. L'incidence du degré de diversification	170
1.5. L'incidence du prix d'acquisition	170
1.6. La Localisation géographique	171
2. Résultats et interprétations.....	172
Section 4. Effet des annonces de F&A transfrontalières sur le risque	174
1. Les avantages de diversification des risques	175
2. Le choix de la méthodologie de travail et du modèle d'estimation	175
3. Résultats	181
Conclusion	183
Chapitre VI. ÉTUDE DU CAS SANTANDER/ ABBEY.....	184
Introduction.....	184
Section 1. Les motivations de l'acquisition de la banque Abbey par BSCH	185
1. Les motivations de l'acquisition de Abbey par Santander.....	186
1.1. La diversification géographique des risques.....	186
1.2. Pénétrer le marché bancaire britannique	189
1.3. La recherche de synergies	190
1.3.1. Les synergies de coûts	192
Section 2. Objectifs et méthodologie de recherche	194
1. Mesure de la richesse des actionnaires à court terme.....	194
2. Calcul des rentabilités à long terme	197
Section 3. Les résultats de l'acquisition de la banque Abbey par Santander	198
3.1. L'impact à court terme de l'annonce de l'acquisition sur la richesse des actionnaires	198

3.1.1. Effet de l'acquisition sur la richesse des actionnaires de la banque Abbey	198
3.1.2. Le cas de Santander	200
3.1.3. Les cas des entités combinées	202
3.2. Impact à long terme de l'acquisition de la banque Abbey par BSCH sur la richesse des actionnaires.....	205
CONCLUSION GENERALE	213
ANNEXES.....	222
ANNEXE 1	223
ANNEXES 2	224
ANNEXE 3	225
ANNEXE 5 : RENTABILITÉS ANORMALES ET RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DE SANTANDER	229
ANNEXE 6 : RENTABILITÉS ANORMALES ET RENTABILITÉS ANORMALES CUMULÉES DES ENTITÉS COMBINÉES	232
ANNEXE 7 : RENTABILITÉS À LONG TERME DE SANTANDER ET DE SES DIFFÉRENTS BENCHMARKS (2005-2007).....	235
ANNEXE 8: GRUPO SANTANDER: CONSOLIDATED BALANCE SHEETS AS OF DECEMBER 31, 2003, 2002, AND 2001.....	237
ANNEXE 9: ABBEY GROUP—CONSOLIDATED PROFIT AND LOSS ACCOUNT.....	238
ANNEXE 10: ABBEY GROUP-CONSOLIDATED BALANCE SHEET	239
BIBLIOGRAPHIE	240
LISTE DES FIGURES.....	254
LISTE DES TABLEAUX.....	256