

UNIVERSITÉ MONTESQUIEU - BORDEAUX IV

ÉCOLE DOCTORALE DE SCIENCES ECONOMIQUES, GESTION
ET DÉMOGRAPHIE (E.D.4 2)

POLE UNIVERSITAIRE DE SCIENCES DE GESTION
IRGO - INSTITUT DE RECHERCHE EN GESTION DES ORGANISATIONS

DOCTORAT ès SCIENCES DE GESTION

Nabil BIKOURANE

**Performance boursière des fusions-acquisitions dans le secteur
bancaire : Influence des caractéristiques des conseils des banques
initiatrices et des modalités de la transaction**

Thèse dirigée par M. **Eric LAMARQUE**, Professeur

Soutenue le 29 novembre 2011

Jury

Monsieur Pedro ARBULU

Suffragant

Maître de Conférences, HDR
Université Montesquieu - Bordeaux IV

Monsieur Eric LAMARQUE

Directeur de recherche

Professeur des universités
Université Montesquieu - Bordeaux IV

Monsieur Yvon PESQUEUX

Rapporteur

Professeur
Conservatoire National des Arts
et Métiers (C.N.A.M)

Monsieur Guillaume SCHIER

Rapporteur

Professeur, HDR
E.S.C.E.M. – Tours/Poitiers

*A mes chers parents,
A ma sœur, mon frère et toute ma famille,
A tous mes amis.*

REMERCIEMENTS

Je tiens avant tout à remercier mon directeur de thèse, le Professeur Eric LAMARQUE, pour ses recommandations précieuses, son suivi, sa disponibilité, et son soutien constant. Je lui exprime ma profonde gratitude, d'abord, lorsqu'il a accepté d'encadrer mon mémoire de DEA, puis, de diriger mon travail doctoral. Qu'il trouve également ici l'expression de toute ma reconnaissance pour le sujet de la recherche qu'il m'a si bien proposé.

Je tiens également à remercier les Professeurs Yvon PESQUEUX, Guillaume SCHIER et Pedro ARBULU pour avoir accepté de participer à mon jury de soutenance. Je leur exprime ma profonde gratitude pour l'intérêt porté à ce travail.

Mes remerciements vont également aux membres de l'IRGO et à mes collègues doctorants de l'équipe de recherche.

Qu'il me soit en outre permis de remercier les enseignants, les chercheurs, et l'équipe administrative De l'ISPED Bordeaux 2 avec lesquels je passe de très bonnes années en tant qu'enseignant. L'exercice de l'enseignement parallèlement à la recherche a été pour moi une expérience enrichissante. Mes pensées vont tout particulièrement à mon très cher collègue Matthieu SIBE et à mes directeurs Rachid SALMI et Roger SALAMON pour leur soutien et leur confiance. Un grand merci également à mes collègues de bureau Elise et Inès pour leur soutien et leur amitié.

Toute ma reconnaissance va aussi à Elise pour son soutien, sa présence et ses encouragements.

Je suis reconnaissant envers mes parents pour leur soutien inconditionnel et leur patience qui m'ont permis de mener à terme mon travail doctoral, ainsi que ma sœur Siham, mon frère Younass et mon beau-frère Aziz qui ont su m'encourager et me motiver à tout instant.

A ces personnes et à toutes les autres concernées, j'adresse un **GRAND MERCI**.

Bordeaux, le 26/10/2011
Nabil BIKOURANE

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE.....	5
Partie I.....	30
<i>Analyse théorique de l'influence des caractéristiques des conseils et des déterminants de la performance sur les rendements boursiers des banques acquéreuses.....</i>	30
Chapitre 1 : Existence d'un lien entre la structure des conseils et la performance boursière des banques acquéreuses	32
Section 1 : La performance boursière post-F&A des banques.....	32
Section 2 : Incidence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices sur leurs performances boursières.....	58
Chapitre 2 : Les déterminants de la performance de l'acquéreur liés aux caractéristiques de la transaction et des banques concernées.....	94
Section 1 : Influence des caractéristiques de la transaction sur la performance boursière des banques acquéreuses	95
Section 2 : Influence des caractéristiques des banques impliquées dans les F&A sur la performance boursières des initiatrices	119
Partie II.....	150
<i>Mise en évidence empirique de l'influence des caractéristiques des conseils et des déterminants de la performance sur les rendements anormaux des banques acquéreuses européennes.....</i>	150
Chapitre 3 : Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique	151
Section 1 : Modèles empiriques et méthodologie	151
Section 2 : Echantillon, données de recherche et définition des variables.....	178
Chapitre 4 : Résultats et discussions	193
Section 1 : présentation des résultats.....	193
Section 2 : discussions des résultats	254
CONCLUSION GENERALE	266
BIBLIOGRAPHIE	274
ANNEXES	296
TABLE DES MATIERES	318

INTRODUCTION GENERALE

Beaucoup d'analystes et commentateurs s'accordent sur le fait que la crise bancaire actuelle est d'abord une crise de gouvernance. Ce même constat a été formulé récemment par Hatchuel¹, dans un article paru le 4 Octobre 2011 au journal *Le Monde*. L'auteur s'interroge sur les raisons qui poussent les banques à prendre tant de risques. « *Est-ce l'appât du gain ? Les bonus des traders ?... Comment se fait-il qu'un management compétent, éclairé par de bons experts et un conseil d'administration vigilant, accepterait-il de courir au précipice ?* ». Tant de questions soulevées par l'auteur, auxquelles il avance une explication structurelle : « *en finance, les activités les plus profitables sont nécessairement les plus risquées. Dès lors, la promesse de profits et de dividendes élevés imposerait de prendre des risques déraisonnables* ». Dans le même sens, Michel Barnier, Commissaire européen au Marché Intérieur et aux Services, souligne que pour l'ensemble des acteurs, dirigeants, conseils d'administration, actionnaires et superviseurs, la crise a montré que « *l'absence de mécanismes de contrôle effectifs a largement contribué à la prise excessive de risques. Un système efficace, par le biais de mécanismes de contrôle et de contre-pouvoir, devrait conduire à une responsabilisation accrue* »². Ainsi, dans ce contexte actuel, une prise de conscience du nouvel enjeu de la gouvernance et de l'évaluation des risques et des dispositifs de contrôle interne est provoquée notamment pour les banques, très affectées par la crise et la dette souveraine (Lamarque, 2011). Selon Lamarque et Karfoul (2011), l'appréciation de la qualité de ces dispositifs passe par l'identification et la mesure de l'implication des différents acteurs de la banque, dont le conseil d'administration (désormais CA³) occupe une place centrale à travers ses différents comités au sein des structures de gouvernance. En effet, malgré que le thème de gouvernance soit soulevé depuis plusieurs années, à travers les différentes recommandations et rapports professionnels, l'acuité de la crise actuelle qui a débuté en 2007 et qui est l'une des plus violentes que l'on ait connues, a remis la question de la gouvernance sur la table en montrant certains problèmes d'éthique et de légitimité des contre-pouvoirs, notamment des CA. Selon une étude de *Nestor Advisors* publiée en 2009 et intitulée « *Bank Boards and the Financial Crisis* », les CA des banques ont dû affronter, sans y être préparés, une crise sans précédent depuis 1929. Cette crise a remis en cause les canons de la bonne gouvernance.

¹ Professeur de management à l'école des Mines de Paris.

² Le Figaro du 1 juin 2010.

³ Nous utiliserons désormais l'acronyme CA de manière générale pour désigner à la fois un conseil d'administration ou un conseil de surveillance.

En effet, parler de gouvernance bancaire c'est évoquer notamment la double dimension de celle-ci. D'une part, une dimension externe qui fait allusion à la réglementation prudentielle englobant l'ensemble des règles visant à mesurer et maîtriser les risques générés par l'activité bancaire ; et d'autre part, une dimension interne plaçant le CA au cœur de l'activité bancaire, dans la mesure où cet organe est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir dans l'intérêt de la banque et de ses actionnaires.

Qualifiées d'opérations risquées, les F&A requièrent une attention particulière de la part des CA. Cela est d'autant plus vrai aujourd'hui dans le contexte actuel où l'échec d'une transaction affecte non seulement les banques concernées, mais aussi la stabilité des autres établissements et de toute l'économie. Ce risque systémique, appelé « effet de domino » rend la gouvernance des banques d'un intérêt public.

En effet, le risque inhérent à une opération de F&A pourrait être celui d'une surestimation de la valeur du partenaire ou des synergies futures et d'une minimisation des difficultés attendues. Dans ce contexte, le conseil doit redoubler de vigilance à tous les stades de l'élaboration et de la mise en œuvre de telles stratégies, dans la mesure où une F&A réussie pourrait être une source importante de création de valeur et de croissance. En cas d'échec, elle détruit rapidement de la valeur en faisant naître de sérieux problèmes opérationnels.

Le contexte dans lequel se déroule le présent travail est celui de l'avant crise. Ce choix est motivé par le fait que la logique qui sous-tend les F&A après la crise est différente. En effet, depuis 2007, plusieurs opérations ont été conduites dans le cadre de sauvetages gouvernementaux comme en témoigne le plus gros *deal* européen en 2009, qui a été l'injection par l'Etat britannique de 18,6 milliards USD de fonds publics pour sauver la *Royal Bank of Scotland*. Dans l'ensemble, les plans de sauvetage en 2009 représentent près de 54 milliards USD des 156 milliards USD. Ainsi, nous analyserons les opérations de F&A bancaires en Europe sur la période 2001-2006 afin d'écarter tout impact dû à la crise actuelle, et dans le but d'apprécier la qualité délibérée d'une transaction. Selon Séverin Brizay⁴, responsable de F&A à JP Morgan, « avec la crise et les plans de sauvetage bancaire des États, la dimension politique des opérations de F&A est mise en avant ». Ainsi, dans la présente recherche, nous mettrons en avant la dimension stratégique et financière des opérations de F&A. Considérées comme l'une des plus importantes formes d'investissement, ces stratégies tendent également à intensifier les conflits d'intérêts entre gestionnaires et actionnaires (Morck et al., 1990 ; Shleifer et Vishny, 1997). Dans une revue de littérature dressée par Navatte et Schier (2010), ces auteurs mettent en avant plusieurs situations de conflits d'intérêts pouvant être à l'origine de la

⁴ Journal Le Figaro du 06/01/2009.

conduite des opérations de F&A⁵, notamment du point de vue des acquéreurs. Ainsi, les dirigeants de ces derniers peuvent chercher à retirer des bénéfices personnels en accomplissant ces opérations au détriment des actionnaires, et ce, en construisant des empires leur permettant, d'une part, de renégocier leurs émoluments et conforter leur patrimoine, et d'autre part, de neutraliser certains mécanismes de contrôle afin de s'enraciner.

De plus, les différences de composition du patrimoine des dirigeants et des actionnaires, entraînant des perceptions de risques différentes, ainsi que les divergences d'horizon entre ces deux parties peuvent aussi être à l'origine des conflits considérés. La fonction principale du CA étant de préserver les intérêts des actionnaires, la prise de position du conseil par rapport à de telles situations critiques peut être prise comme un indicateur de son efficacité. Toutefois, l'une des difficultés des conseils est d'évaluer le rapport au risque et la perception de celui-ci par les gestionnaires, notamment à l'occasion de F&A. Selon Pesqueux (2011), « *c'est le rapport au risque qu'il faut évaluer, au-delà des procédures. C'est plus généralement la thématique de l'erreur, des comportements in situ, porteurs de risques car situés dans un océan d'injonctions paradoxales, ou bien encore des intentions cyniques* ».

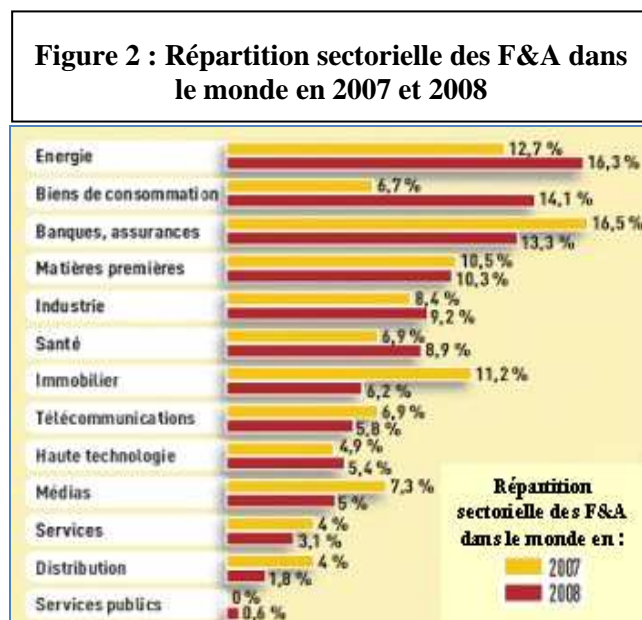
Les opérations de F&A ont toujours été un phénomène de grande envergure tant pour les gestionnaires que pour les chercheurs de différents champs académiques (management, stratégie, économie, finance). Les recherches dans ce contexte ont souvent tenté d'expliquer les différences constatées de réaction par les marchés à l'annonce d'opérations, sous l'hypothèse d'efficience des marchés. Selon cette dernière, les annonces financières, humaines, stratégiques et organisationnelles sont rapidement prises en compte par les agents financiers et, par conséquent, répercutées dans le prix des actions supposé incorporer toute l'information pertinente disponible sur le marché (Gardès, 2005). Ainsi, les auteurs utilisent souvent la méthodologie d'étude d'événement, sur laquelle nous reviendrons, afin de ressortir l'effet de l'annonce sur le court et le long terme. Les différents résultats relevés dans ce contexte ont conduit les auteurs et les analystes à s'interroger sur les facteurs pouvant les expliquer. C'est ainsi que plusieurs déterminants ont été mis en avant. Ceux-ci vont des modalités de la transaction aux caractéristiques propres des firmes engagées. Au-delà de ces déterminants, nous examinerons également le lien que pourrait avoir certaines caractéristiques des CA avec ces réactions boursières.

Avant de définir en détail les objectifs de notre recherche, nous allons dans un premier temps contextualiser celle-ci, en décrivant la tendance historique et actuelle des opérations de F&A dans le secteur bancaire européen ainsi qu'un aperçu de la réglementation bancaire et des principes de gouvernance qui impacte le déroulement de ces transactions en Europe.

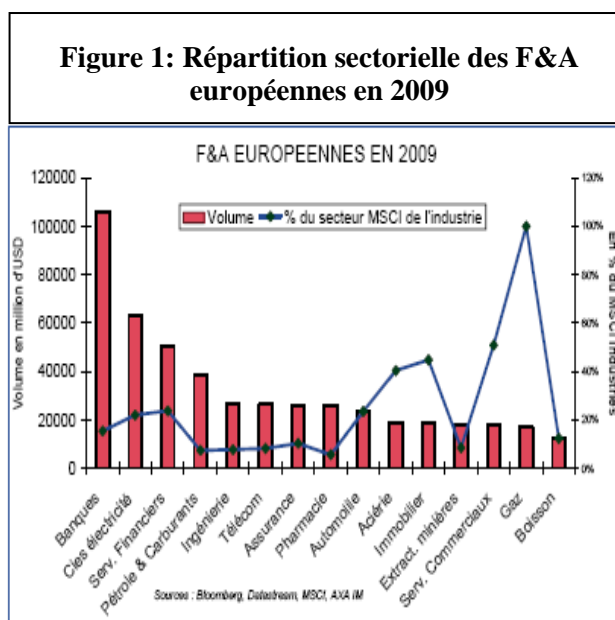
⁵ Navatte et Schier ont analysé la vague de F&A des années 1990 aux Etats-Unis.

1. Les opérations de F&A dans le secteur bancaire européen

Le secteur bancaire a souvent dominé le nombre et/ou le volume des transactions à l'échelle internationale ou européenne, comme en témoigne les deux figures suivantes :



Source : Thomson Financial



Source : Bloomberg

A l'échelle mondiale, le secteur bancaire constitue l'un des secteurs les plus actifs en matière de F&A (figure 2). Il arrive en première place en 2007, l'année record, avec 16,5% des transactions à côté du secteur des assurances. 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. Le dynamisme des rapprochements bancaires est aussi reconnu au niveau européen (figure 1). Dans une note intitulée « *le retour des fusions-acquisitions* »⁶, Charles Daustresme utilise notamment l'indice du degré de concentration dit « Herfindhal » (IH) pour déterminer les secteurs les plus prometteurs. Sans contestation, les banques constituent toujours l'industrie la plus active.

Globalement, le marché des F&A bancaires en Europe a connu une évolution en valeur et en nombre pendant les années 2000 comme nous le verrons au point suivant.

⁶ Revue d'Axa Investment Managers, N°493, du 26 au 31 octobre 2009.

➤ La tendance des F&A bancaires en Europe

Les deux figures ci-dessous montrent que les opérations de F&A bancaires dans la zone Euro ont connu une évolution en valeur et en nombre depuis 2000, avec un repli à partir 2008 occasionné par la crise. Jusqu'à 2004, les opérations étaient essentiellement domestiques, et à partir de 2005, certains grands groupes bancaires européens commencent à effectuer des acquisitions transfrontalières en Europe et dans le reste du monde, notamment sur les métiers de banque de détail (*Rapport de la BCE en 2009*).

Figure 4 : Valeur des F&A bancaires dans la zone Euro (en Bn €)

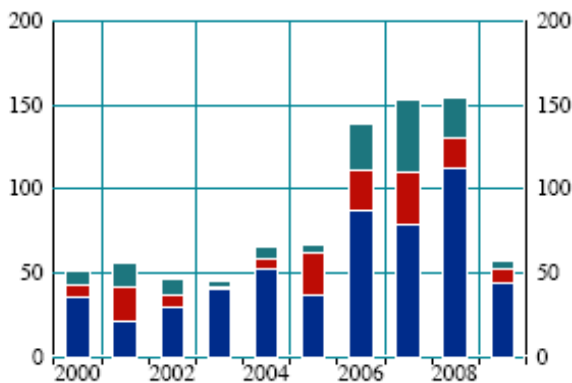
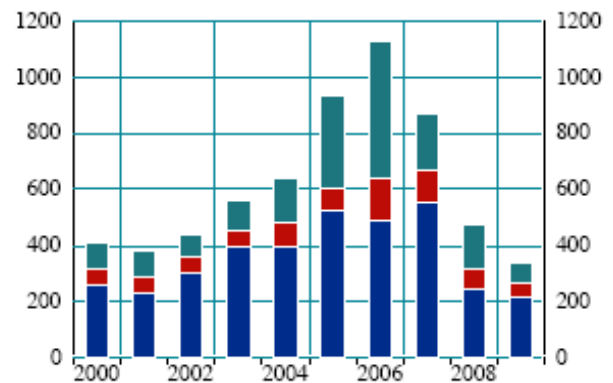


Figure 3 : Nombre des F&A bancaires dans la zone Euro



- **Domestiques** (entre les banques du même pays de la zone Euro)
- **Transfrontalières** (entre deux pays de la zone Euro)
- **Transfrontalières** (entre un pays de la zone Euro et un pays en dehors de la zone)

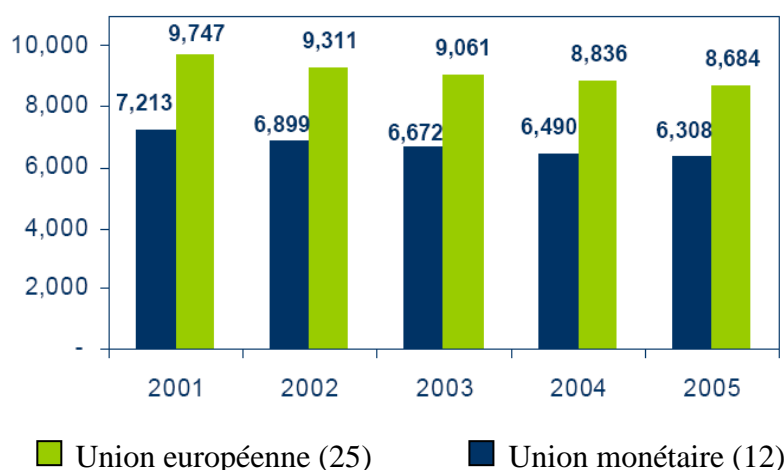
Source : BCE

Selon Mishkin (2010), les Etats membres de l'UE ont connu, depuis les années 90, une phase intense de consolidation de leur industrie bancaire sous deux formes principales. D'abord une consolidation nationale dans chaque Etat, qui aboutit à la création de champions nationaux, ensuite des F&A transfrontières, aussi bien dans la zone euro qu'en dehors celle-ci. L'apparition de grandes banques à réseau paneuropéennes a été interprétée comme un gage de réussite de l'intégration financière.

Conséquence du mouvement, l'augmentation de la concentration du secteur financier, affectant, de la sorte, la distribution du pouvoir de marché entre les acteurs participants, ainsi que la tarification des services financiers.

A fin décembre 2005, 8684 institutions de crédit constituaient le marché bancaire de l'Europe des 25 (6308 pour les 12 pays de l'Euro) (figure 5).

Figure 5 : Nombre d'institutions de crédit en Europe



Source : BCE

Le nombre d'institutions de crédit a diminué de près de 10.9% entre 2001 et 2005 en Europe des 25 et de plus de 12.5% dans la zone Euro sur la même période, confirmant la tendance de consolidation du secteur observée depuis plusieurs années. Ces chiffres montrent que la consolidation a été plus rapide au sein des pays de la zone Euro comparés à ceux de l'UE 25. Ceci s'explique notamment par la concentration observée en Allemagne (2089 établissements à fin 2005, soit une baisse de 17.3% par rapport à 2001), en France (845 établissements à fin 2005, soit une baisse de 18.6% par rapport à 2001) et aux Pays-Bas (401 établissements à fin 2005). Face à des marchés domestiques matures et très concurrentiels, les établissements bancaires européens, à la recherche de nouveaux revenus, ont également mené des opérations d'acquisitions en dehors de leurs frontières nationales. Jusqu'en 2003, les opérations transfrontalières européennes concernaient principalement des acquisitions d'acteurs spécialisés dans la gestion d'actifs ou la banque d'investissement. En outre, les acquisitions se sont également effectuées hors de l'Europe occidentale, dans des régions à fort potentiel de croissance telles que l'Europe centrale, le bassin méditerranéen, le Moyen Orient et l'Asie.

Selon le rapport de 2009 de la banque centrale européenne (BCE), depuis 2004, les principales opérations transfrontalières européennes en termes de valeur concernent l'acquisition de banques de réseau avec des circuits de distribution bien établis. En prenant le contrôle du britannique *Abbey National* en juillet 2004 pour 13.2 Milliards d'€, le groupe espagnol Santander a donné le coup d'envoi de ces grandes transactions au niveau européen. En 2005, le mouvement s'est poursuivi avec l'acquisition en juin pour 18.1 Milliards d'€ de la banque allemande *HVB* par l'italien *Unicredit*. En 2006, les grandes opérations transfrontalières en Europe se sont réalisées en Italie avec le rachat en janvier d'*Antonveneta* par la banque néerlandaise *ABN Amro* pour 7.8 Milliards d'€. Cette dernière banque qui sera la cible de l'un des plus gros deal de la décennie suite à son acquisition en avril 2007

par un consortium composé des banques *Fortis*, *Royal Bank of Scotland* et *Santander*. Le montant du deal est de 68,5 milliards d'euros.

En effet, plusieurs facteurs expliquent l'engouement des banques pour ces opérations de F&A. L'annexe 1 recense certains de ces facteurs, internes et externes, jugés « moteurs », ainsi que d'autres, constituant des obstacles à ces transactions⁷.

Par ailleurs, le repli qui ressort des figures 3 et 4 dans le volume et le nombre des transactions européennes à partir de 2008 montre l'influence de la crise financière sur la poursuite du mouvement de F&A dans le secteur financier. Ceddaha (2010) évoque un double effet de la crise financière sur le marché des F&A. D'une part, la fermeture du robinet du crédit freinant ainsi les opérations de croissance externe et notamment les LBO, et d'autre part, la vente des actifs en urgence par certaines sociétés ayant de graves problèmes de liquidité. Ce dernier effet concerne notamment les groupes bancaires, à titre d'exemple, la cession fin 2008 des activités internationales de *Lehman Brothers* à *Nomura* aux Etats-Unis ou encore celles de *Fortis* à *BNP Paribas* en Europe. Ainsi, afin de mieux gérer la crise, l'ensemble des acteurs a donné la priorité à la croissance organique, à la gestion de leur liquidité ou de leur endettement existant. De ce fait, le montant total des transactions en 2009 était le plus faible depuis 2004, comme en témoigne les figures précédentes. Selon une étude d'*Easybourse*, le nombre d'opération a diminué de plus de 50% entre 2007 et 2009. Pour Hervé Mangin⁸, gérant d'Axa Europe Opportunités, « *le marché des F&A fonctionne par vagues de trois à quatre ans, et depuis 2009, nous nous trouvons dans le creux de la vague. Les niveaux actuels sont les plus bas jamais atteints depuis cinq ans* ». Cette situation a donc induit une plus grande implication des pouvoirs publics visant à harmoniser les conditions d'exercice de la concurrence bancaire afin de préserver la stabilité et la solidité du système.

Déjà depuis la première Directive bancaire européenne en 1977, un accent tout particulier est mis sur les opérations de F&A qui touchent ce secteur vital de l'économie, comme nous le verrons au paragraphe suivant.

⇒ *Les opérations de F&A face à la régulation bancaire européenne*

Le traitement défini par la commission européenne et le conseil des ministres a conduit à séparer la politique monétaire, placée sous la responsabilité de la Banque centrale européenne, et la politique de stabilité bancaire et financière qui est restée sous la responsabilité des Etats membres. Enfin, subsidiairement, la commission s'est vu attribuée le contrôle des aides d'Etats et de la politique de la concurrence (F&A, cartels, abus de domination).

⁷ Selon les Etudes Economiques et Bancaires du Crédit Agricole (septembre 2005).

⁸ Journal Le Figaro du 05/02/2010.

L'Acte unique de 1986 a pour objectif de relancer l'intégration européenne avec la création du marché intérieur dont les règles de fonctionnement ont été définies. Celles-ci reposent sur quatre principes d'organisation : une réglementation prudentielle européenne harmonisée, le principe de reconnaissance mutuelle, le contrôle par le pays d'origine, la coopération entre les autorités nationales.

- **Une réglementation prudentielle européenne harmonisée** : Les propositions de directive sont élaborées par la Commission européenne, et elles font l'objet d'une approbation formelle par le conseil des ministres de l'UE et par le Parlement européen. Le programme couvre différents domaines du marché intérieur des services financiers : contrôle bancaire, restructurations, règles comptables, fiscalité, etc. Le tableau, en annexe 2, présente les principales directives dans le domaine bancaire depuis la première directive bancaire en 1977. Dans le domaine des F&A bancaires, la directive 07/44/CE du Parlement européen et du Conseil de l'UE, datant du 5 septembre 2007, clarifie les critères et le processus d'évaluation prudentielle des acquisitions et des augmentations de participation dans des entités du secteur financier. Ainsi, selon l'article 2 de ladite directive, pour les opérations, tant nationales que transfrontalières, les autorités compétentes devraient avoir pour rôle d'effectuer l'évaluation prudentielle dans le cadre d'une procédure claire et transparente et d'un ensemble limité de critères d'évaluation clairs, de nature strictement prudentielle. Il est donc indispensable de spécifier les critères à appliquer lors de l'évaluation prudentielle des actionnaires, de la direction et des candidats acquéreurs.

La Commission devrait pouvoir, conformément à l'article 11 de la même directive, surveiller l'application des dispositions relatives à l'évaluation prudentielle des acquisitions afin d'être en mesure de s'acquitter de la mission qui est la sienne en matière de respect du droit communautaire. Ainsi, les États membres devraient coopérer avec la Commission en lui fournissant, une fois achevée la procédure d'évaluation, des informations relatives aux évaluations prudentielles effectuées par leurs autorités compétentes lorsque ces informations sont demandées dans le seul but d'établir si les États membres ont enfreint les obligations que leur impose la présente directive.

Selon Mishkin (2010), la Commission européenne a défini une nouvelle stratégie (2005-2010) qui a pour objectif d'approfondir l'intégration financière et la convergence en matière de contrôle, aussi bien dans le domaine des F&A que dans les autres domaines relevant du PASF « Plan d'Action pour les Services Financiers »⁹. Plutôt que de continuer à élargir le champ de la législation, la Commission

⁹ La Commission européenne a introduit en 1999 le PASF. Ce dernier prévoyait, à l'origine 42 mesures (directives, règlements, communications, recommandations...). En 2004, on considérait que 93% de ces mesures avaient été adoptées (Mishkin, 2010).

a voulu améliorer les règles existantes, consolider les progrès accomplis et faire appliquer efficacement les réglementations harmonisées.

- **Le principe de reconnaissance mutuelle :** En vertu de ce principe, tout établissement de crédit reçoit une licence¹⁰ délivrée par les autorités chargées de la supervision dans son pays d'origine, conforme aux dispositions prudentielles obligatoires des directives bancaires, mais qui peuvent comporter des dispositions particulières propres au pays considéré. Il s'agit donc d'un passeport européen reconnaissant les réglementations nationales non harmonisées (Mishkin, 2010). Ainsi, en matière d'opérations de croissance externe, cette licence européenne fait l'objet d'une reconnaissance par les autorités de supervision et de contrôle des pays membres de l'UE qui accueillent l'implantation et les activités de l'établissement, sans que ce dernier ait à solliciter une nouvelle licence dans chacun des pays d'accueil. Ainsi, l'application du principe de reconnaissance mutuelle a permis aux banques de développer une compétence universelle en exportant leur savoir-faire dans différents Etats de l'UE. De larges réseaux bancaires à vocation paneuropéenne ont donc pu se développer.

- **Le contrôle par le pays d'origine :** Les banques développent leurs activités transfrontalières soit à travers des filiales, ou soit via des succursales ou des agences. Le choix de l'un ou l'autre mode d'implantation a une incidence sur le principe de supervision et de contrôle des autorités. En effet, lorsque l'internationalisation se réalise via des succursales, le contrôle de celles-ci incombe au pays d'origine. En revanche, les filiales d'une banque à l'étranger sont contrôlées et surveillées par les autorités du pays d'accueil. Par exemple, si l'agence de la Société Générale à Athènes connaît une défaillance conduisant, si toutes les solutions ont échoué, à dédommager les déposants, c'est le Fonds de garantie des dépôts français qui doit intervenir, car l'agence a la nature juridique d'une succursale. En revanche, si la Société Générale à Athènes avait la nature d'une filiale détenue majoritairement par le siège parisien, ce sont les autorités du pays d'accueil, en l'occurrence le Fonds d'assurance dépôt et l'organe de contrôle prudentiel grecs, qui devraient résoudre la crise localement, sans intervention directe des autorités françaises homologues¹¹. Toutefois, dans ce dernier cas, il serait concrètement peu vraisemblable de croire que les autorités de contrôle du pays d'origine resteraient indifférentes aux ennuis de la maison mère française, compte tenu notamment du risque systémique inhérent à la défaillance d'un établissement.

¹⁰ Les principes de la licence unique et de la reconnaissance mutuelle ont été posés par la première directive bancaire de 1977. Ils ont investi les banques d'une compétence universelle.

¹¹ Exemple cité par Mishkin (2010).

- **La coopération entre les autorités nationales :** En cas de difficultés d'un établissement, la recherche d'une solution coopérative est de l'intérêt de tous les Etats concernés. L'une des limites majeures de ce principe est que dans le cas d'une crise bancaire étendue à l'ensemble de l'UE, ce serait la coordination de 27 autorités nationales de régulation qu'il faudrait organiser en urgence (Mishkin, 2010).

Partant de ce constat, plusieurs rapports¹² ont été rédigés sur la stabilité financière préconisant de développer l'échange d'informations entre autorités de surveillance, notamment, dans le cadre des opérations transfrontières, de favoriser une convergence accrue des pratiques en matière de supervision et de contrôle au niveau de l'UE et de renforcer les dispositifs de gestion de crise. Selon Mishkin, le problème de la résolution d'une crise bancaire transfrontière est devenu un sujet de préoccupation croissante avec la poursuite du mouvement de F&A et l'internationalisation des grandes banques européennes. Il ajoute que «*la crise financière de 2007 allait montrer combien l'UE était peu préparée pour faire face à la défaillance des banques internationalisées* ». Ainsi, le débat sur les questions de coopération entre les autorités nationales reste ouvert selon l'auteur.

Par ailleurs, outre le débat sur l'harmonisation de la réglementation bancaire européenne, notamment dans le domaine des F&A, la Commission européenne mène aussi une réflexion d'ensemble sur la gouvernance d'entreprise au niveau européen. Ainsi, plusieurs directives et recommandations¹³ ont été élaborées afin de fixer les règles et procédures utilisées dans la gestion et le contrôle des banques et des entreprises européennes, notamment à l'occasion de F&A.

➤ *Les opérations de F&A face aux principes de gouvernance d'entreprise en Europe*

En 2004, l'OCDE définit la gouvernance comme la relation entre le management d'une entreprise, son conseil et ses actionnaires ainsi que ses différentes parties prenantes. Elle décrit aussi la gouvernance comme la structure selon laquelle les objectifs d'une firme sont établis ainsi que les moyens pour les atteindre et les évaluer. Le comité de Bâle pour la supervision bancaire¹⁴ a adopté une définition qui appuie celle de l'OCDE. Il considère la gouvernance comme la manière dont les établissements bancaires sont gouvernés par leurs conseils et leurs managements et qui affectent leur degré d'implication dans les opérations courantes, la façon dont les objectifs sont élaborés,

¹² H. Brouwer (ancien sous-gouverneur de la Banque des Pays-Bas) a rédigé un premier rapport sur la stabilité financière en 2000 et un second sur la gestion des crises financières en 2001.

¹³ Recommandations de la Commission sur la gouvernance d'entreprise (2004/913/EC, 2005/162/EC,...) et celles du Comité de Bâle pour la supervision bancaire (1998, 1999, 2005).

¹⁴ Basel Committee on Banking Supervision (2005), par. 10.

l'obligation de rendre des comptes aux actionnaires et la prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes.

Globalement, la question de la gouvernance d'entreprise est née de la séparation entre la propriété et le contrôle. Selon les travaux précurseurs de Berles et Means (1932), cette séparation conduit à une situation où la divergence des intérêts entre propriétaires et dirigeants est problématique. Ainsi, pour Jensen (1993), la gouvernance des entreprises devrait permettre de résoudre toute divergence entre les décisions prises par les managers et celles permettant d'atteindre une situation d'entreprise optimale, et ce, par l'atténuation des conflits d'agence. Nous remarquons donc que les préoccupations de bonne gouvernance existent depuis longtemps. Aujourd'hui, ces questions prennent une nouvelle dimension avec le développement et l'intégration des marchés, les crises et les scandales financiers, etc.

Au niveau européen, et au cours des dernières années, la gouvernance d'entreprise a été au cœur d'un débat passionné. Des codes de gouvernance ont été adoptés aussi bien à un niveau national qu'international (cf. annexe 3). Pendant de nombreuses années, la Commission européenne a tenté une harmonisation des pratiques inspirée des principes classiques de gouvernance : transparence et protection des actionnaires. Selon Baufort (2006), les différents systèmes juridiques en Europe présentent des convergences : dans chaque Etat membre, les sociétés sont considérées comme des entités fonctionnant grâce à la coordination du capital, des hommes et des capacités de vente et de production. Les différences de conception concernent le degré de participation des actionnaires, la considération que les dirigeants sont censés porter prioritairement à l'intérêt des actionnaires plutôt qu'à d'autres *stakeholders*, et le niveau de protection dont bénéficient les salariés et les créanciers. Ces différences sont profondément ancrées dans la culture nationale, et par conséquent difficiles à modifier. Alors que certains Etats membres mettent largement l'accent sur les considérations sociales, d'autres tendent à privilégier le droit de propriété des actionnaires. De ce fait, la notion de gouvernance d'entreprise est ambivalente en Europe. Le tableau ci-après présente quelques définitions de cette notion dans certains pays européens :

Tableau 1 : Quelques définitions de la gouvernance d'entreprise en Europe¹⁵

Pays	Définition de la gouvernance d'entreprise
Belgique	« L'ensemble des règles applicable à la direction et au contrôle d'une société » Rapport Cardon.
Portugal	« Corpus des règles et procédures utilisées dans la gestion et le contrôle d'une société » Recommandations de la Commission de Sécurité des Marchés.
Danemark	« La relation entre les objectifs de la direction et les grands principes qui régissent les interactions entre les organes de gestion, les propriétaires ainsi que d'autres personnes directement intéressées à la composition et l'activité de l'entreprise, c'est-à-dire, les salariés, les créanciers, les fournisseurs, les clients et l'ensemble de la communauté » Recommandations du rapport Norby.
Pays-Bas	« L'ensemble des règles destinées à assurer une direction orthodoxe, contrôle effectif et une division des tâches, des responsabilités et des pouvoirs, de façon à permettre un équilibre satisfaisant entre les différentes influences des intervenants d'une entreprise » Rapport Peter.
France	« Ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants... » (Charreaux (1997). Ces mécanismes visent notamment à redonner à l'organe collégial d'administration ses prérogatives en matière de définition de la stratégie de l'entreprise et de contrôle de la direction générale, et ce en préconisant : <ul style="list-style-type: none"> - la création de comités spécialisés à l'initiative du CA et la désignation d'administrateurs indépendants (Rapport Viénot 1, 1995) ; - la publication des rémunérations des dirigeants et la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général (Rapport Viénot 2, 1999) ; - la redéfinition des pouvoirs du CA des SA en réglementant plus sévèrement le cumul des mandats, le droit des actionnaires, etc. (Loi NRE, 15 mai 2001) ; - La nécessité de transparence, d'indépendance des commissaires aux comptes et de la clarification de l'information financière et des normes comptables (Rapport Bouton, 2002).

Aussi complexe et sophistiqué qu'il puisse apparaître, le concept de gouvernance d'entreprise pose une seule question fondamentale : de quelle manière une compagnie X, dans un environnement Y, pourra et devra réaliser de façon optimale son principale objectif : créer et distribuer la richesse ? Pour répondre à cette question, il convient de distinguer la gouvernance d'entreprise « traditionnelle » de celle dite « partenariale ». Selon Caby et Hirigoyen (2001), la conception traditionnelle, d'origine anglo-saxonne, est centrée sur les intérêts des actionnaires. Dans ce cadre, le

¹⁵ D'après notre propre synthèse.

rôle assigné à la gouvernance d'entreprise est d'aligner, à l'aide de leviers incitatifs et de mécanismes de contrôle, le comportement des dirigeants sur le critère de maximisation de la richesse des actionnaires. En revanche, dans l'approche partenariale de la gouvernance d'entreprise, une vision plurale de la firme est adoptée. Dans celle-ci, l'ensemble des intérêts des parties prenantes est pris en considération.

Même si cette seconde conception de la gouvernance d'entreprise semble être une évolution de la première, la notion de valeur actionnariale a le mérite de la clarté dans la mesure où elle permet de dégager un indicateur simple et opérationnel de l'efficacité des entreprises, malgré que cet indicateur ignore virtuellement de nombreuses autres composantes ou *stakeholders* de l'entreprise et, notamment, les salariés (Caby et Hirigoyen, 2001). Ainsi, dans cette thèse, le concept de gouvernance d'entreprise renvoie à la perspective financière traditionnelle analysant l'influence des décisions stratégiques de F&A sur la création de valeur pour les actionnaires de l'acquéreur, mesurée à l'aide des rendements anormaux boursiers. En effet, le thème des F&A est abordé dans la littérature selon différents aspects : sociaux (licenciements, turnover...), organisationnels (culture d'entreprise, restructurations...) et financiers (performance boursière, indicateurs comptables...). Ces derniers seront privilégiés dans le présent travail.

Par ailleurs, plusieurs mécanismes de gouvernance, induits par la théorie de l'agence, peuvent être distingués. Ils relèvent soit des incitations financières, soit des mécanismes de contrôle. Pour les premières, elles visent à rattacher la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, tandis que les seconds, ils peuvent se décliner en mécanismes de contrôle externes (marché financier, marché du travail, marché des biens et services...) et mécanismes de contrôle internes (traduits par la composition des conseils d'administration). C'est ce dernier aspect de la gouvernance qui nous intéresse dans cette thèse.

En effet, les différences au niveau des principes de gouvernance d'entreprises en Europe évoquées précédemment ont une incidence sur la structure des CA comme le relève une récente étude conduite par *Challenging Board Performance*¹⁶. Selon leur rapport intitulé « *European Governance 2011* », la composition des CA en Europe reflète beaucoup les différences culturelles et économiques sur ce continent. Par exemple, au Royaume-Uni, il y a une grande proportion d'administrateurs indépendants (61%) et de dirigeants (29%) car il n'y a plus, le plus souvent, d'actionnaires de contrôle. A l'inverse, ceux-ci jouent encore un rôle important en France, en Espagne et en Belgique. L'Allemagne, l'Australie et le Danemark se caractérisent par l'importance des administrateurs salariés qui occupent 30 à 50% des sièges, comme en témoigne la figure ci-après.

¹⁶ Lettre de Vernimmen N°100, Septembre 2011.

pour stopper la fusion. A Paris, le 31 juillet 2009, la Cour d'appel a donné raison aux syndicats, mais le 27 octobre, le Tribunal de grande instance les a déboutés.

Par rapport aux opérations de F&A, l'application des principes de « *corporate governance* » dans le modèle anglo-saxon, où la priorité est donnée à l'intérêt des actionnaires, entraîne une neutralisation des réactions des dirigeants : une fois publiée l'annonce d'offre, la direction ne doit prendre aucune mesure de nature à entraver la bonne marche de l'opération, à moins que l'assemblée générale extraordinaire ne lui en ait donné l'autorisation. A contrario, dans les sociétés à directoire, où la priorité est donnée à l'intérêt collectif, l'autorisation d'agir peut être donnée par le conseil de surveillance. Il peut donc prendre, à côté du directoire, des mesures nécessaires contre une offre hostile, à condition de s'être mis d'accord sur les objectifs stratégiques de la société (Beaufort, 2006). De manière globale, Fama et Jensen (1983) attribuent deux fonctions principales aux conseils, évaluer et ratifier les décisions d'investissement à long terme, d'une part, et contrôler la performance des principaux dirigeants, d'autre part. En tant que décisions stratégiques cruciales dans la vie des entreprises, les opérations de F&A doivent être traitées très minutieusement par le CA, car une acquisition réussie peut être une source importante de création de valeur et de croissance. En cas d'échec, elle détruit rapidement la valeur et se traduit par de sérieux problèmes opérationnels et des pertes d'emploi. De plus, le rôle des CA est encore plus décisif au sein des établissements bancaires qui ont la spécificité d'être plus complexes, opaques et réglementés. Nous reviendrons sur ces spécificités ultérieurement.

Afin d'appréhender l'influence que pourrait avoir le CA sur les opérations de F&A, nous adopterons une démarche qui consiste à analyser la structure interne et la composition de cet organe et l'impact de celle-ci sur la performance d'une opération de F&A. Comme nous l'avons déjà souligné, cette performance sera appréciée du point de vue de l'acquéreur de manière boursière après l'annonce de l'opération. Ainsi, lier la composition d'un CA aux rendements boursiers d'un acquéreur suppose que le marché attende que les membres du conseil jouent un rôle déterminant dans ces opérations. En effet, la littérature démontre que les informations disponibles sur la structure et les autres caractéristiques du CA peuvent envoyer un signal positif ou négatif aux marchés sur la qualité de cet organe et de ses délibérations, ce qui se répercuterait sur les rendements boursiers de la firme. C'est ainsi que Genaivre (2006) relève une réaction positive du marché à l'annonce de l'introduction d'administrateurs indépendants dans les conseils des firmes cotées au CAC40 en 2002. Cette réaction se traduit par une surcotation de +10,61% sur les titres en moyenne. Plus récemment, une étude de Nguyen et Nielsen (2010) souligne que l'annonce de la mort subite d'un administrateur indépendant

conduit à une chute du cours de l'action de 0,85% en moyenne¹⁷. Leur analyse porte également sur l'importance du degré d'indépendance de l'administrateur décédé ; plus celle-ci est élevée, plus la réaction est importante. Ainsi, et comme nous le verrons au paragraphe suivant, l'objectif du présent travail serait d'associer quelques principales caractéristiques des conseils, entre autres facteurs, à ces réactions boursières, et ce, à l'annonce d'acquisitions.

2. Questions et Objectifs de recherche

Comme nous venons de le souligner, et après présentation du contexte général de notre recherche, l'objectif de cette dernière est de mettre en relation l'un des aspects fondamentaux de la gouvernance, à savoir le CA, avec les stratégies de F&A, dans leur dimension financière. Selon Beaufort (2006), les principes de *Corporate Governance* qui inspirent au quotidien la gestion des banques doivent être appliqués avec une vigilance toute particulière à l'occasion des opérations de F&A. En effet, les conséquences potentielles de ces opérations en matière de restructuration, de modification de l'équipe en place...sont souvent fondamentales, autant pour la cible que pour l'offrant. Ainsi, il ressort de la littérature que la structure du CA pourrait être très déterminante dans l'explication des différences constatées dans les réactions du marché aux acquisitions approuvées par cet organe.

Outre la composition du conseil, certaines caractéristiques propres à la transaction, telles que la méthode de paiement, ou encore liées aux firmes impliquées, telles que leurs tailles ou leurs statuts ont été également justifié dans la littérature quant à leur impact sur la performance post-acquisition. De ce fait, nous allons contrôler l'ensemble de ces déterminants afin de mieux cerner l'incidence de chacune des caractéristiques du conseil analysée sur la performance des banques initiatrices.

Par ailleurs, la prime de contrôle que l'acquéreur verse aux actionnaires de la cible pourrait aussi être à l'origine des différentiels constatés de valeur à l'issue des opérations de F&A comme l'indique les travaux conduits dans ce contexte. Ces mêmes travaux montrent que les déterminants du niveau des primes offertes sont identiques à ceux avancés pour expliquer les différences de rendements anormaux post-acquisitions. Nous reviendrons sur l'ensemble de cette littérature ultérieurement.

Ainsi, deux questions de recherche centrales seront posées dans cette thèse :

Question de recherche 1 : Quel est l'impact des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux à l'annonce d'une opération de F&A ?

Question de recherche 2 : L'influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux s'explique-t-elle par le niveau de la prime de contrôle versée ?

¹⁷ L'étude porte sur les sociétés cotées sur les marchés américains entre 1994 et 2007.

L'analyse du lien conseil/performance s'inspire du cadre de la théorie d'agence qui stipule que les conflits d'intérêt sont plus accentués lors des décisions de F&A. Par conséquent, la structure du conseil et son degré d'implication conditionneraient les retombées de ces opérations et leur performance, appréciée de manière boursière grâce à l'étude d'événement, et sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés. L'application de cette dernière dans notre cas revient à vérifier si le marché prendrait en considération, lors de l'évaluation d'une acquisition annoncée, certaines caractéristiques, autres que celles relatives à la transaction (méthode de paiement...), qui sont liées à la gouvernance des établissements, en particulier les CA. A titre d'exemple, nous nous poserons la question de savoir si l'annonce d'une acquisition approuvée par un conseil indépendant est mieux perçue et évaluée par le marché.

La première question de recherche va donc permettre de vérifier l'existence d'un lien direct entre les caractéristiques des CA et la performance d'un *deal*, appréciée du point de vue de l'acquéreur. La seconde question suppose que la relation évoquée dans la première question est indirecte, et ce, à travers l'influence des CA sur le niveau des primes d'acquisition négociées et par conséquent sur la performance de l'initiateur. Nous aborderons ces deux questions de recherche dans les deux points suivants.

2.1. Influence de la structure du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux (Question 1)

Comme nous l'avons signalé plus haut, les conflits d'agence sont très cruciaux lors des décisions de F&A. Selon Gertner (2000), les motivations pour les actionnaires et les dirigeants peuvent être différentes : une acquisition jugée mauvaise pour les premiers ne le sera peut-être pas pour les seconds. En effet, il ressort de la littérature que certains dirigeants peuvent préférer contrôler des banques et des entreprises plus larges soit parce qu'ils attachent directement de l'importance à la taille, soit parce que leur rémunération est liée à celle-ci. D'autres thèses soutiennent que les dirigeants pourraient chercher à garder un pied ferme dans leur établissement, en défendant des acquisitions qui les rendraient irremplaçables. Nous reviendrons sur ces différentes motivations ultérieurement.

Face à ces situations, les membres du conseil ont le devoir de résoudre ces problèmes d'agence en surveillant les affaires de l'entreprise. Leurs responsabilités comportent notamment la nomination du PDG, la détermination de sa rémunération, la désignation des administrateurs, le contrôle des états financiers et l'approbation des grandes décisions stratégiques et financières (Loi NRE¹⁸, 2002). En

¹⁸ Les Nouvelles Régulations Economiques (2002).

matière d'acquisitions, le rôle du conseil est à la fois de veiller aux performances de l'entreprise et de l'équipe de direction, et d'utiliser l'expertise et l'expérience individuelle et collective afin de conseiller les dirigeants (Gertner, 2000). Cependant, comme le souligne cet auteur, en règle générale, le CA ne dispose pas suffisamment d'informations pour exercer un jugement fort et indépendant sur la transaction suggérée. Ainsi, selon Armour (2002), le degré d'implication du conseil dans les questions stratégiques peut dépendre de plusieurs facteurs, dont sa composition, l'actionnariat de ses membres, leur expertise, etc. La première question de recherche vise donc à rattacher certaines caractéristiques du conseil de l'acquéreur à sa performance boursière à court terme, à la lumière des prescriptions de la théorie d'agence. Les attributs du conseil qui seront étudiés portent sur la forme de celui-ci (système moniste ou dual), sa composition (membres externes et non-exécutifs, cumul des fonctions de direction et de contrôle, nombre d'administrateurs) et l'actionnariat de ses membres.

2.2. L'influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements boursiers s'explique-t-elle par le niveau de la prime de contrôle versée (Question 2)

La littérature abondante sur la question de la performance des F&A indique que le rendement à court terme sur le marché boursier pour l'acquéreur est proche de zéro, voire négatif, quand celui de la cible est positif. L'une des explications donnée est empruntée de la thèse de l'hubris de Richard Roll (1986). Pour ce dernier, le sur-paiement des cibles par les dirigeants se répercuterait négativement sur les rendements anormaux de l'offreur. En effet, les prétentions et l'orgueil du management auraient un pouvoir explicatif important quant à la multiplication des F&A. Non seulement celles-ci refléteraient, via des primes d'acquisition généreuses, la trop grande confiance des dirigeants, mais seraient aussi la manifestation ultime de leurs *ego*.

De ce fait, l'intervention du conseil de l'initiateur lors des négociations devrait permettre de mieux contrôler les primes qui seront offertes aux actionnaires de la cible. Selon la perspective de l'agence, cette intervention deviendrait d'autant plus efficace que les administrateurs seraient objectifs et impartiaux dans l'exercice de leurs responsabilités. Hayward et Hambrick (1997) ont analysé l'influence de l'hubris des dirigeants sur le niveau des primes et par conséquent sur les rendements des firmes acquéreuses. Ils utilisent un facteur modérateur, qui est le degré de vigilance des conseils, traduit par la proportion d'administrateurs délégués en leur sein ou en ayant un directeur général pour président. Ainsi, pour ces auteurs, l'hubris du management et le niveau des primes de contrôle seront d'autant plus élevés que la vigilance des CA est faible, ce qui se répercutera négativement sur les rentabilités anormales des firmes initiatrices.

A cet effet, et en nous inspirant du modèle de Hayward et Hambrick et de la littérature autour de la question des primes d'acquisition, nous avons supposé ces dernières comme le résultat de négociations entre les différents acteurs, dont le CA de l'acquéreur jouerait un rôle crucial. Ainsi, à la relation directe conseil/performance F&A, nous allons ajouter un effet médiateur. Celui-ci permettrait de vérifier, si chacune des caractéristiques du conseil retenue agirait indirectement sur les rendements de l'offreur, à travers le niveau de la prime versée. Par exemple, et conformément à la conception de l'agence, nous supposerons qu'un conseil dominé par des membres externes aurait une incidence positive sur les rendements de l'acquéreur, dans la mesure où l'indépendance de cet organe accroîtrait sa vigilance et son objectivité dans l'évaluation du niveau de la prime offerte, ce qui n'est pas sans incidence sur le succès et la performance de l'opération. Ainsi, nous supposerons que la prime d'acquisition jouerait un rôle médiateur dans la relation conseil/performance F&A. Par facteur médiateur, nous entendons tout facteur permettant d'expliquer, le processus par lequel une variable X influence une variable Y (Baron et Kenny, 1986). De plus, la médiation est justifiée dans notre recherche car, d'après la littérature, les caractéristiques des conseils peuvent constituer des facteurs explicatifs, aussi bien, de la prime de contrôle que des rendements anormaux d'une acquisition. En outre, la relation prime/performance a été aussi mise en évidence par la littérature sur laquelle nous reviendrons ultérieurement.

En effet, les auteurs analysant la performance d'une opération de F&A le font soit, en appréciant son impact sur le niveau de la prime versée, soit en étudiant son incidence sur les rendements boursiers. L'avantage de l'utilisation d'un facteur endogène tel que la prime est dû au fait que celle-ci ne dépend que de la firme et de ses délibérations, contrairement aux rendements anormaux qui tiennent compte de l'appréciation faite par le marché de la transaction. Ainsi, comme le souligne Worthington (2004), l'utilisation de la prime comme variable dépendante constitue une appréciation directe de la transaction non fondée sur l'opinion des investisseurs ou tout autre comportement spéculatif, mais plutôt sur celui des banques engagées. Dans le présent travail, nous apprécierons la qualité du CA à la fois, par rapport au niveau de la prime de contrôle, et en lien avec la réaction du marché à l'annonce de l'acquisition.

3. Originalité et intérêts théorique et pratique de la recherche

Cette recherche tend à mettre en évidence l'existence d'une relation entre les caractéristiques du conseil ainsi que les autres déterminants contrôlés et la performance des opérations de F&A. Elle sera conduite, d'une part, de manière directe en cernant l'influence de chacun des facteurs exogènes cités

sur la performance de l'acquéreur, et d'autre part, en introduisant un effet médiateur, à travers le niveau de la prime de contrôle.

3.1. Originalité de la recherche

Bien que le lien direct conseil/performance F&A ait été déjà débattu dans la littérature, la nouveauté de cette thèse est de cerner cette question dans le contexte des banques européennes, où très peu d'études ont été réalisées (Hagendorff et al., 2010 ; Cornett et al., 2003 ; Brickley et James, 1987 ; Subrahmanyam et al., 1997). Selon Brickley et James (1987), on ne peut pas généraliser les résultats de recherches menées dans différents secteurs, compte tenu de la spécificité de chacun, en particulier du secteur bancaire. Celui-ci, dont la particularité principale est d'être très réglementée, attribue au conseil des responsabilités strictes, telles que la protection des intérêts des partenaires, comme les dépositaires, et l'orientation des activités, des stratégies et des comportements vers le respect des lois et des exigences réglementaires.

L'autre originalité du présent travail est d'introduire un effet médiateur dans l'analyse de l'influence des caractéristiques des conseils de l'acquéreur sur sa performance boursière. Cet effet porte sur le niveau de la prime de contrôle que le conseil de l'offreur approuve. Ainsi, nous pourrions comparer la puissance des deux effets, direct et indirect, dans la relation conseil/performance F&A.

3.2. Intérêts théorique et pratique de la recherche

Sur le plan théorique, l'intérêt de notre recherche est de cerner les performances issues des opérations de F&A, en mettant en avant la structure des conseils des établissements initiateurs et leur capacité d'évaluer, de manière objective et dans l'intérêt de leurs actionnaires, les primes d'acquisition. Cette mise en relation s'articulera autour de la perspective de l'agence, qui constituera notre cadre d'analyse de référence.

En effet, concernant le rôle stratégique du CA selon la perspective de l'agence, peu de documentation est faite, contrairement au rôle disciplinaire. Pourtant, la théorie de l'agence accorde une place aussi importante à la contribution du conseil au développement et à l'articulation de la stratégie (Baysinger et Butler, 1985 ; Kosnik, 1987). Pour les théoriciens de l'agence, les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires peuvent conduire à des conflits concernant l'orientation stratégique de la firme. Les stratégies de recherche et développement, de diversification et de F&A sont des stratégies génériques porteuses de tels conflits. Les différences de composition de patrimoine des dirigeants et des actionnaires, qui entraînent des perceptions des risques encourus différentes, les divergences

d'horizon entre ces deux parties sont précisément à l'origine des conflits considérés. La fonction principale du CA étant de préserver les intérêts des actionnaires, la prise de position du conseil par rapport à de telles situations critiques peut être prise comme un indicateur de son efficacité. Cette dernière, qui est souvent évaluée selon la perspective de l'agence, en lien avec certaines caractéristiques de la gouvernance qui permettent la convergence des objectifs des dirigeants, des actionnaires et des administrateurs. Nous citerons, par exemple, l'actionnariat du management et des membres du conseil, la séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général, l'amélioration de l'objectivité et de l'indépendance du conseil, etc.

Ainsi, par exemple, selon certains théoriciens de l'agence, la détention par les membres du conseil d'un certain pourcentage du capital de l'entreprise accroît leur diligence et leur implication, dans la mesure où ils supportent une fraction élevée du coût généré par les mauvaises décisions (Jensen et Meckling, 1976). Dans le même sens, Minow et Bingham (1995) affirment que le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même un actionnaire. Par conséquent, les auteurs relèvent que l'annonce d'opérations de F&A, par des firmes dont le conseil est composé de membres actionnaires, est associée à des rendements boursiers positifs¹⁹.

Par rapport aux réactions boursières, l'autre intérêt théorique de cette thèse est de tester l'hypothèse d'efficience, dans sa forme semi-forte, sur le marché européen. En effet, tout un pan de recherche en finance depuis la fin des années 1960 a consisté à tester l'efficience des marchés, c'est même probablement l'hypothèse la plus testée en finance d'après Quiry et Le Fur (2009). Toutefois, ces tests mettent en avant certaines « anomalies » qui contredisent l'efficience des marchés, dont la plus évoquée est la volatilité excessive. Bien que les informations sur BNP Paribas n'arrivent pas à chaque seconde, son cours évolue à chaque instant. Il semble donc qu'il y ait un « bruit » autour de la valeur fondamentale. La volatilité excessive ne permet donc pas d'envoyer de signaux clairs. C'est en ce sens que Albouy (2005) se pose la question suivante : « *peut-on croire à l'efficience des marchés financiers ?* ». Pour cet auteur, les « preuves scientifiques » de l'efficience se sont accumulées au fil du temps et sur tous les marchés du monde. Ainsi, beaucoup d'études empiriques, basées sur la méthodologie des études d'événements, montrent qu'après l'annonce de l'événement, les rentabilités anormales cumulées se stabilisent rapidement, indiquant que la moyenne des aléas est nulle et qu'en conséquence, il n'y a ni sur-réaction ni ajustement retardé. Ces très nombreuses études ont naturellement contribué à renforcer l'idée que les marchés sont efficaces. Toutefois, l'auteur souligne également une remise en cause par la communauté scientifique du paradigme de l'efficience

¹⁹ Mikkelsen et Partch (1989) ; Cotter et Zenner (1994).

qui s'est nourrie de la mise en évidence de phénomènes constituant des « anomalies »²⁰ par rapport aux préceptes de la théorie. Suite à celles-ci, un certain nombre de chercheurs regroupés notamment dans le courant de la finance comportementale ont suggéré qu'il était temps d'abandonner le paradigme de l'investisseur rationnel qui fonde la théorie de l'efficience, en mettant l'accent sur certaines variables psychologiques, telles que la confiance des investisseurs, etc.

Dans le présent travail, nous allons appuyer toutes nos hypothèses sur le paradigme de l'efficience. Ainsi, en supposant que les marchés européens sont efficaces, nous analyserons le contenu informationnel qui est à l'origine des réactions constatées. La divulgation d'une information ne peut provoquer une réaction des marchés que dans la mesure où les différents acteurs ne sont pas informés de manière identique. Ainsi, les dirigeants ont intérêt à communiquer leurs informations positives aux marchés, et les investisseurs vont chercher à tirer des conclusions sur la valeur de l'entreprise en fonction des décisions des dirigeants (Myers et Majluf, 1984). En matière de F&A, elles sont souvent annoncées à grand renfort médiatique, ce qui pousse les dirigeants à fournir des efforts pour rendre leur stratégie lisible et simple pour les marchés et les investisseurs en général (Quentin, 2001). Dès lors, l'annonce publique d'une opération est un signal qui peut être plus ou moins positif pour le marché selon les caractéristiques de l'offre et des établissements impliqués.

Par ailleurs, sur le plan pratique, la prolifération dans le monde de lois et de rapports professionnels sur la bonne gouvernance (Annexe 3), visant à accentuer l'évolution vers l'amélioration de la transparence des conseils, montre l'intérêt pratique que suscite l'étude de cet organe en tant que défenseur des intérêts des actionnaires et des autres stakeholders. Cet intérêt est d'autant plus important à l'occasion des opérations de F&A, où les objectifs des parties prenantes peuvent être contradictoires. Ainsi, la question de savoir jusqu'à quel point et selon quelles modalités, les administrateurs peuvent influencer sur les décisions de F&A, revêt toute son importance sur le plan pratique. En effet, dans la réalité, le conseil ne possède pas suffisamment d'informations pour exercer un jugement fort et indépendant sur la transaction suggérée, comme le souligne Gertner (2000). Selon ce dernier, les procédures du CA varient fortement d'une entreprise à l'autre. Le contrôle des acquisitions s'exerce généralement de la manière suivante : le conseil a déjà discuté et approuvé préalablement l'orientation stratégique générale de l'entreprise qui est de procéder à des F&A, notamment dans un contexte d'expansion sur un type de marché spécifique. Une fois que la direction a identifié et analysé une firme cible, elle s'adresse au CA pour obtenir son approbation. Les comités exécutifs aidés de consultants se livrent à une présentation avec la justification stratégique de la transaction et des prévisions financières. Or, comme le souligne Gertner, souvent, les administrateurs, notamment externes, ne possèdent pas suffisamment d'informations pour remettre en cause les

²⁰ Parmi ces « anomalies », nous pouvons citer les effets saisonniers, l'effet petite firme, l'excès de volatilité, les introductions en Bourse, etc.

fondements de cette présentation. Le conseil est donc rarement en mesure d'identifier les erreurs d'analyse de la direction et de soulever les problèmes importants qui passeraient ainsi inaperçus. Cela pourrait donc expliquer le pourcentage de 68%, relevé par Mckinsey en 2008, des opérations de F&A échouées. Ainsi, selon Swanstrom (2006), pour que le conseil devienne un corps d'arbitres informés face aux grandes décisions de l'entreprise, il est primordial de s'assurer que sa composition allie à la fois expertise et objectivité. Ces deux dernières qualités conditionneraient la manière dont les marchés financiers percevraient les décisions stratégiques qu'ils approuvent. De ce fait, la question de la diligence et de l'implication stratégique du conseil, en particulier lors des F&A, a tout son intérêt sur plan pratique.

L'autre intérêt pratique qui ressort aussi de ce travail est le choix du secteur d'activité. En effet, le secteur bancaire constitue un champ très adéquat pour analyser l'incidence des CA sur les rapprochements des établissements, d'une part, parce qu'il est l'un des secteurs les plus touché par ce type d'opérations, et d'autre part, comme le soulignent Becher et Campbell (2005), parce que le caractère hostile des opérations est très rare dans ce secteur. Ainsi, cela offre l'occasion d'apprécier la qualité délibérée de la formation et de la mise en œuvre de la stratégie par les membres de la direction et du CA. La rareté des opérations hostiles tient du fait que toute décision de F&A nécessite l'approbation des autorités de régulation au niveau national et européen. De ce fait, le conseil a une responsabilité stricte lors de ces transactions, dans la mesure où il doit orienter les comportements vers le respect des lois et des exigences réglementaires. Ainsi, mettre les conseils des banques face à leur responsabilité légale lors des décisions de F&A a tout son intérêt, étant donné le caractère vital du secteur financier pour toute l'économie.

4. Positionnement épistémologique et démarche de la recherche

La prise en compte de la posture épistémologique à adopter est une phase nécessaire afin de mener un processus de recherche. Selon Wacheux (1996), « *elle exerce une vigilance critique sur le chercheur dans l'objectivation de son objet scientifique et dans sa démarche* ».

Les recherches en sciences de gestion et particulièrement en Finance ont recours à des approches méthodologiques très différentes. Il est donc important, comme le souligne Koenig (1993), de préciser le niveau épistémologique auquel nous nous situons pour permettre d'apprécier le travail relativement aux travaux existants.

En effet, il existe trois grands cadres épistémologiques au sein desquels un chercheur en sciences de gestion peut se situer à savoir : le positivisme, l'interprétativisme et le constructivisme. Ainsi, le choix du cadre épistémologique va déterminer les méthodes à utiliser. Selon Allard-Poesi et

Maréchal (1999, p 39), « *pour un chercheur positiviste, l'objet de la recherche consiste principalement à interroger des faits afin d'en découvrir la structure sous-jacente. Pour un chercheur interprétatif, il s'agit de comprendre un phénomène de l'intérieur pour tenter d'appréhender les significations que les gens attachent à la réalité, leurs motivations et intentions. Pour un chercheur constructiviste enfin, construire un objet de recherche consiste à élaborer un projet de connaissance que la recherche s'efforcera de satisfaire* ».

Notre recherche dicte la nécessité de se situer dans un cadre épistémologique positiviste. En fait, le marché financier est gouverné par des lois qui déterminent les valeurs des titres financiers. Notre recherche consiste alors en l'explication de celles qui agissent sur les valeurs bancaires lors des opérations de croissance externe. De ce fait, nous adhérons au principe de l'objectivisme qui considère que le chercheur a une position d'observateur extérieur. La nature est donc existante comme le note Popper (1991). Notre rôle est de connaître cette réalité extérieure.

Nous suivons un mode de raisonnement déductif qui, selon Grawitz (1996), est un moyen de démonstration. La déduction est le raisonnement qui fonde la démarche hypothético-déductive qui va être utilisée dans ce travail. Cette démarche consiste à élaborer une ou plusieurs hypothèses et à les confronter ensuite à une réalité. Le but est alors de porter un jugement sur la pertinence de l'hypothèse initialement formulée.

Les hypothèses que nous formulerons relieront directement et indirectement les caractéristiques des conseils des établissements acquéreurs à la rentabilité anormale de ceux-ci autour de la date où l'opération est annoncée. En effet, sur un marché efficient, la valeur d'une action reflèterait l'ensemble des informations relatives aux décisions prises par les établissements et à l'organisation de ces derniers. Ainsi, à l'occasion d'une F&A, et conformément à l'hypothèse d'efficience, la valeur actionnariale de l'acquéreur pourrait dépendre, d'après la littérature, de certaines caractéristiques financières (prime de contrôle, méthode de paiement...) et stratégiques (diversification géographique, diversification des activités...), ou encore des caractéristiques propres aux établissements engagés dans ces opérations, comme leurs statuts, leurs tailles ou leurs CA.

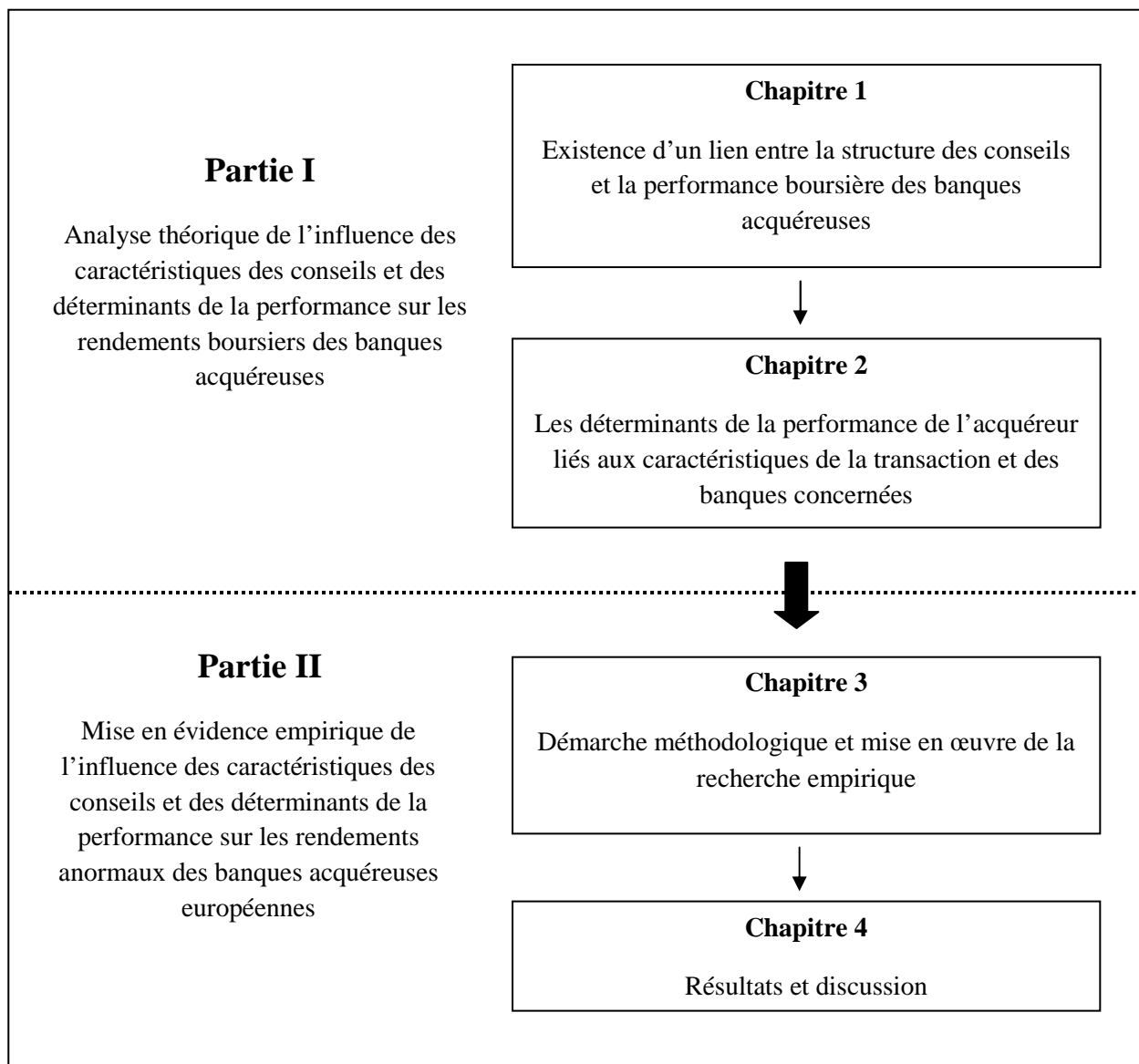
Nous considérons que des éléments de réponse empiriques peuvent être apportés, dans le contexte des banques européennes, à nos deux questions de recherche en supposant que le rendement anormal d'un acquéreur est une combinaison linéaire et multifactorielle de plusieurs déterminants, comme notamment, ceux relatifs à sa gouvernance.

Nous allons maintenant présenter le plan de la thèse au paragraphe suivant.

5. Présentation du plan

Pour répondre à nos objectifs, la présentation de ce travail s'articule autour de deux parties. La figure suivante résume le déroulement de notre recherche :

Figure 7: Résumé de la démarche de recherche



Partie I

Analyse théorique de l'influence des caractéristiques des conseils et des déterminants de la performance sur les rendements boursiers des banques acquéreuses

Les opérations de F&A ont toujours été un phénomène de grande envergure tant pour les gestionnaires que pour les chercheurs dans différents champs académiques (management, stratégie, économie, finance). Considérées comme l'une des plus importantes formes d'investissement, les F&A tendent également à intensifier les conflits d'intérêts entre gestionnaires et actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Ainsi, en tant que mécanisme interne de gouvernance, le CA doit jouer un rôle majeur dans l'atténuation de ces conflits grâce à l'objectivité et l'expertise des membres qui y siègent.

Toutefois, les différences de résultats et de performances constatées à l'issue des opérations de F&A a poussé analystes et académiciens à chercher les causes susceptibles d'influencer celles-ci. Ainsi, beaucoup d'auteurs utilisent l'expression de « déterminants de la performance » pour évoquer tout facteur pouvant être à l'origine du succès ou de l'insuccès d'un *deal*.

Dans cette première partie théorique, nous passerons en revue ces déterminants qui se rattachent soit à la composition des conseils des entreprises et des banques acquéreuses (chapitre 1), soit aux caractéristiques de la transaction et des parties impliquées (chapitre 2).

Concernant les caractéristiques des CA, certaines études ont montré qu'elles peuvent être déterminantes dans les analyses portant sur la performance des acquisitions. Cette performance, post-acquisition, est généralement appréciée par les rendements boursiers anormaux associés à l'annonce de ces opérations. D'autres déterminants de la performance sont également mis en évidence par la littérature. Ceux-ci se rattachent, soit aux caractéristiques propres à la transaction, à savoir, le moyen de paiement utilisé et le type de diversification visé, soit à celles des firmes impliquées dans l'opération, telles que leurs performances passées ou encore leurs tailles.

Ainsi, dans l'analyse de l'influence des caractéristiques des conseils sur la performance boursière post-acquisition de l'initiateur, nous allons contrôler ces déterminants liés à la transaction et aux parties engagées dans la mesure où ces derniers ont été largement identifiés par les chercheurs comme facteurs explicatifs des rendements boursiers enregistrés.

Par ailleurs, nous explorerons deux types d'influence, directe et indirecte. Dans l'analyse directe, nous mettrons en relation chacune des caractéristiques ou déterminants cités plus haut avec la performance. Quant à l'analyse indirecte, elle suppose que chacun de ces facteurs, justifiés par la littérature comme antécédents des primes de contrôle, influence la performance en considérant l'effet médian de la prime offerte par l'acquéreur.

Dans cette première partie théorique, nous formulerons plusieurs hypothèses relatives à l'incidence directe et indirecte de chacune des caractéristiques du conseil de l'acquéreur ainsi que des autres déterminants contrôlés sur la performance. Ces hypothèses seront ensuite confirmées ou infirmées empiriquement en seconde partie.

Chapitre 1 : Existence d'un lien entre la structure des conseils et la performance boursière des banques acquéreuses

Intégrée au débat plus large sur la « gouvernance d'entreprise », le CA fait l'objet d'une attention grandissante. La réflexion qui s'instaure sur cet organe concerne aussi bien les entreprises elles-mêmes que les marchés financiers, leurs régulateurs et les pouvoirs publics, autant d'acteurs de la vie économique motivés par la mise en place de structures conformes aux attentes des actionnaires, et notamment des investisseurs institutionnels (Le Joly, 2001).

En effet, les divergences d'intérêts entre dirigeants et actionnaires peuvent conduire à des conflits concernant l'orientation stratégique de la firme. Comme nous l'avons souligné précédemment, les stratégies de F&A sont des stratégies génériques porteuses de tels conflits. La fonction principale du CA étant de préserver les intérêts des actionnaires, la prise de position du conseil par rapport à de telles situations critiques peut être prise comme un indicateur de son efficacité.

Les auteurs cherchent souvent cette efficacité dans la composition de cet organe. Selon Caby et Hirigoyen (2001), l'influence des caractéristiques du conseil sur la performance peut être analysée empiriquement selon trois démarches : une démarche fondée sur la présence d'administrateurs externes au sein du conseil, une démarche fondée sur le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général et une démarche fondée sur la taille du CA. Ces trois aspects du CA seront complétés par une analyse de la forme du conseil (conseil d'administration ou de surveillance) et une analyse de l'incidence de l'actionnariat des membres du conseil.

Tout d'abord, nous reviendrons sur la notion de performance dans les opérations de F&A, et notamment ses fondements théoriques (section 1) avant de la mettre en relation avec la structure des conseils des acquéreurs (section 2).

Section 1 : La performance boursière post-F&A des banques

Parler de F&A, c'est bien entendu parler de la croissance des entreprises. Celle-ci est le fruit de l'accumulation des investissements réalisés au cours du temps. Les ressources financières à la disposition d'une entreprise peuvent être orientées soit vers un développement interne (développement de nouveaux produits, mise en place de nouveaux circuits de distribution, rationalisation des équipements existants, etc.), soit vers des redéploiements externes (F&A, alliances stratégiques, rachats d'actifs appartenant à d'autres entreprises, etc.).

Selon Tesolin (2010), le choix entre croissance interne et croissance externe constitue l'une des problématiques essentielles de la décision d'investissement. Il s'agit pour l'entreprise d'un choix

stratégique très déterminant de sa vitesse de développement. Notre étude porte sur les conséquences du choix de croissance externe par décision de F&A. Ces opérations désignent, selon Meier et Schier (2006), « *tout regroupement ou de prise de contrôle de cibles, réalisées par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions* ». Elles peuvent prendre différentes formes sur le plan juridique et financier allant de l'acquisition proprement dites, aux opérations très complexes des MBO (Management Buy-Outs). Le concept de F&A²¹ traduit ainsi la vision anglo-saxonne large de ces opérations. Selon Copeland et Weston (1988), le sujet traditionnel des F&A s'est étendu pour inclure les acquisitions et autres opérations relatives à la restructuration d'entreprises, la prise de contrôle et les changements de structure de l'actionnariat. Une synthèse des différentes opérations et domaines de F&A selon Copeland et Weston est donnée en annexe 4. Dans notre étude empirique, le concept de F&A recouvrera l'ensemble des opérations d'acquisitions financées par cash, par titres ou par un mix des deux. Par acquisition, nous entendons, la prise de contrôle de moyens de production déjà organisés et détenus par des acteurs extérieurs à l'entreprise. Dans ce type d'opération, les actifs de l'entreprise cible sont détenus indirectement par l'acheteur à travers la détention d'actions qui définissent son droit de propriété sur la cible. Ainsi, les deux parties engagées continuent d'exister à l'issue de l'opération, contrairement aux opérations de fusions où les entités juridiques disparaissent au profit d'une nouvelle entité reprenant les actifs et les passifs des sociétés d'origine.

En effet, les opérations de F&A ont fait l'objet d'innombrables classifications, en fonction de plusieurs critères :

- **Critères juridiques** : dont le niveau de la prise de participation (100%, 70%, 51%) et la nature du contrôle de l'entité achetée (les titres peuvent être détenus de manière concentrée par une famille ou un groupe financier ou de façon dispersée dans le cas de sociétés cotées en bourse) ;
- **Critères stratégiques** : à savoir les motifs de rapprochement qui conduisent l'entreprise initiatrice à acheter une autre firme (motifs stratégiques offensifs ou défensifs, approche opportuniste...). Ces différents motifs représentent le degré d'affinités relationnelles entre les entités avant achat (hostile, inamicale, amicale). Ceci renvoie à la manière dont l'initiateur a abordé sa relation avec l'entité cible durant les négociations (affrontement, contournement, collaboration) ;
- **Critères économiques** : dont la taille (coût de la transaction), le secteur et le degré d'internationalisation (pays concernés) de l'opération de croissance réalisée, en vue de mesurer l'envergure de la transaction et ses conséquences économiques et sociales.

Toutefois, la classification la plus courante est issue de la « *Federal Trade Commission* » aux Etats-Unis. Elle tend à élucider le degré de proximité professionnelle entre les firmes regroupées et à

²¹ M&A en anglais pour 'Mergers & Acquisitions'.

informer sur la position recherchée par la nouvelle direction au sein du secteur considéré (Meier et Schier, 2006). Cette approche permet de distinguer quatre types de rapprochements :

- **Les F&A horizontales** : ces opérations portent sur le rapprochement de firmes concurrentes (champs d'activités proches) à l'image du Crédit Lyonnais et du Crédit Agricole en 2003 dans le secteur bancaire. Ce type de F&A est le plus courant et représente plus de la moitié d'opérations réalisées sur les marchés américains et européens. Le pouvoir de marché étant l'une des motivations pour ce type de rapprochement.
- **Les F&A verticales** : Il s'agit de F&A entre firmes situées à des stades différents d'une même filière. Ce type de rapprochement peut prendre la forme d'une politique d'intégration en amont de la filière (achat de fournisseurs), ou en aval (acquisition de réseaux de distribution).
- **Les F&A concentriques** : elles concernent le rapprochement de firmes de métiers complémentaires, dans le but de bénéficier des effets de gammes et d'envergure. Nous pouvons citer à cet effet la diversification opérée par la banque Dexia en acquérant Crediop, spécialisée dans le crédit aux collectivités locales.
- **Les F&A conglomérales** : il s'agit d'opérations entre firmes dont les métiers sont non-liés. On parle alors de diversification conglomérale.

Dans le secteur bancaire, les établissements se trouvent dans l'obligation de se repositionner stratégiquement afin de maintenir leurs marges et ainsi garantir un niveau suffisant de profits. Dans le contexte de croissance externe par F&A horizontales, de nombreuses formes de concentration seraient envisageables. Elles peuvent se regrouper en trois familles en fonction du comportement des acteurs :

- **Les rapprochements « réducteurs de capacité »** : il s'agit principalement des rapprochements dont l'objectif est de réduire les coûts en exploitant au mieux les économies d'échelle à travers la réduction des coûts du personnel, de l'infrastructure bancaire (back office et autres opérations de masse) mais aussi du nombre d'agences pour les banques à réseau.
- **Les rapprochements de complémentarité** : ils cherchent, à partir d'un savoir-faire existant, à compléter soit des segments de clientèle, soit la gamme de produits et de services ou encore à étendre la couverture géographique.
- **Les rapprochements de diversification** : Ils visent essentiellement à trouver de nouvelles sources de revenus qui ne naissent pas seulement de l'activité bancaire stricto sensu (exemple : le rapprochement des activités bancaires et celles de l'assurance). De telles opérations permettent de réaliser à la fois des économies d'échelle et des économies de gamme lorsqu'elles sont bien

étudiées. Le client peut ainsi bénéficier d'une offre intégrée de services bancaires, financiers et d'assurance.

De façon générale, les différentes tentatives de définitions ou de classifications prennent initialement appui sur des fondements théoriques issus de la finance ou de l'économie. Nous reviendrons à présent sur ces fondements et les différentes conceptions théoriques autour des opérations de F&A avant de mettre en relation celles-ci avec le concept de performance. Notons que cette dernière est souvent associée dans la littérature aux primes de contrôle que les firmes acquéreuses versent aux actionnaires des firmes cibles afin de les convaincre de participer à l'opération et d'apporter leurs titres. Ainsi, comme nous le verrons ultérieurement, le niveau de la prime versée n'est pas sans incidence sur la performance des entreprises et des banques impliquées dans ces transactions.

1. Justification théorique des fusions-acquisitions

Nous pouvons distinguer deux types de théories quant à l'explication des F&A : celles qui font des rapprochements une source de création de valeur (optimisation des coûts de transaction, maîtrise de l'environnement, discipline) et celle qui considère les F&A comme destructrices ou neutres vis-à-vis de la valeur (cash-flow libre, l'hubris managérial, enracinement).

1.1. Fondements théoriques de la création de valeur dans les F&A

Les trois conceptions théoriques qui seront évoquées dans ce premier point trouvent dans les opérations de F&A une source de création de valeur.

1.1.1. La théorie des coûts de transaction

La théorie des coûts de transaction (TCT) s'est fondée sur l'alternative entre le marché et la firme pour rendre compte de l'existence de cette dernière (Coase, 1937). Le principal apport de Williamson à cette perspective est d'avoir intégré une explication des différences de forme (structure des entreprises) et de taille des entreprises (intégration verticale ou horizontale). Reste à expliquer le passage d'une forme ou d'une taille à une autre. En d'autres termes, reste à théoriser dans le cadre de la TCT, la croissance de la firme.

Dans les travaux de Williamson, la taille de l'entreprise est envisagée selon deux modes distincts, mais logiquement emboîtés. Ils répondent à deux questions de bon sens qui font l'efficacité de cette

approche, depuis l'article de Coase (1937). La première de ces questions est : « Pourquoi n'existe-t-il pas qu'une seule entreprise ? ». Il s'agit de comprendre les mécanismes limitant la croissance des entreprises, sans quoi on pourrait se représenter une seule organisation produisant et contrôlant l'ensemble de l'activité économique. La seconde question fait le lien avec des considérations normatives, et donc éventuellement gestionnaires : « Quelle est la taille idéale de l'entreprise, dans un contexte donné ? ». Williamson trouve dans la logique des transactions le principe régissant les choix d'échange avec les autres acteurs économiques.

La question de l'existence de la firme intervient essentiellement dans la pensée williamsonienne comme antithèse de l'intuition coasienne qui s'interrogeait : « Si le marché est la forme optimale d'allocations des ressources, pourquoi existe-t-il des firmes ? ». Dans *Les Institutions du capitalisme* (Williamson, 1985), on trouve formulée la question : « Pourquoi une grande entreprise ne pourrait-elle pas faire tout ce qu'un ensemble de petites entreprises font, voire faire plus qu'elles ? ». La forme interro-négative de la question porte déjà l'idée défendue par Williamson, d'une limitation de la croissance de la firme objectivée par les frontières imposées par la TCT. Dans ce contexte, Williamson avance plusieurs arguments dont celui de « l'intervention sélective ». Selon ce principe, l'accroissement vers l'infini de la taille de l'entreprise conduira mécaniquement à l'ajout de niveaux d'intervention sélective et de coordinations hiérarchiques supplémentaires. A partir d'un certain degré, les coûts de coordination l'emporteront sur les bénéfices de la fusion. La limite à la croissance de la firme doit donc se chercher dans la logique de l'intervention sélective.

La seconde conception de la taille et de la croissance de l'entreprise défendue par Williamson répond à la question « Quelle est la taille idéale de l'entreprise, dans un contexte donné ? ». Pour Williamson, la taille idéale de l'entreprise correspond à une minimisation des coûts de transaction, donc à la mise en place d'un système de gouvernance adéquat. Ainsi, la stratégie est d'autant plus efficace qu'elle conduit à minimiser le *slack* organisationnel, c'est-à-dire l'excédent d'organisation en regard du strict besoin des décisions à prendre (gaspillage de ressources).

1.1.2. La théorie fondée sur les ressources

Parallèlement à l'intégration de la TCT dans le canon de l'économie, le courant des ressources (CR) voit le jour, au milieu des années 1980. C'est contre le rationalisme « économiciste » que réagissent les tenants de ce courant, et plus particulièrement contre la réduction de la stratégie à une réaction calculée aux conditions d'environnement.

Le point de départ du CR est antithétique de la perspective microéconomique classique. Loin de se fonder sur la bonne gestion de la rareté, c'est au contraire dans l'excès des ressources que des chercheurs ont vu la clé de la croissance de la firme.

On peut dire que Penrose (1959) est à l'origine de cette perspective d'analyse. Dès les années 1950, elle propose une conception de la croissance de la firme à partir des ressources indivisibles et non transférables sur le marché. L'entreprise est alors un espace contre le marché, qui permet d'exploiter des ressources précisément parce qu'elles sont non marchandes. La stratégie consiste donc à miser sur ces ressources au bon moment. Dans cet esprit, Chatterjee (1990) montre que le coût des ressources en excès explique le choix d'intégration, de F&A ou de l'entrée directe sur un marché. Par ailleurs, loin d'être un handicap systématique, le *slack* organisationnel peut révéler au contraire une capacité de croissance supérieure de la firme. Cette vision élude le bénéfice pour l'organisation de pouvoir disposer de surplus organisationnel utilisé pour des recherches d'opportunité ou pour accroître sa présence sur des marchés (Lin et Hui, 1999). Du point de vue du CR, le stratège ne considère donc pas l'environnement comme un ensemble de contraintes structurantes ; il appréhende la maîtrise des ressources comme un moyen de positionner l'entreprise dans un certain environnement, ce qui le conduit à utiliser positivement le *slack* organisationnel. En ce sens, l'environnement est une construction de la stratégie.

1.1.3. La perspective de l'agence et la logique disciplinaire des opérations de F&A

Dans la logique disciplinaire des F&A, ces opérations peuvent être interprétées comme un moyen de résoudre et de minimiser les coûts d'agence en mettant sous pression les dirigeants qui, s'ils n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires, peuvent faire l'objet d'une opération hostile. Selon Caby et Hirigoyen (2001), si les dirigeants choisissent des objectifs stratégiques qui ne maximisent pas de la richesse actionnariale, un conflit d'intérêt apparaît entre les dirigeants et les actionnaires, qui peut être résolu grâce à un instrument coercitif : la menace puis l'exécution d'une prise de contrôle externe qui induit une modification des contrats fondamentaux ; c'est-à-dire, pour les dirigeants, un risque de révocation à l'issue de l'opération. Ainsi, le marché financier intervient sous la forme d'un marché de « contrôle des sociétés » (Jensen et Ruback, 1983). Pour ces auteurs, les opérations d'acquisitions agissent comme un mécanisme externe de régulation de la relation dirigeant/actionnaire. Elles peuvent, à cet effet, être source de gains en disciplinant les dirigeants, en particulier ceux des firmes managériales (Grossman et Hart, 1980). Healy et Papelu (1994) montrent que les acquisitions d'entreprises américaines sous-performantes seraient suivies d'un taux de rotation significatif des hauts dirigeants chez les cibles. De leur côté, Martin et McConnell (1991)

relèvent que les firmes qui font l'objet d'une acquisition « disciplinaire » sont significativement moins performantes avant l'offre que les autres. Ce constat rejoint celui de Wansley et Lane (1983), Hasbrouck (1985), Bartley et Boardman (1986), Chapman et Junor (1987), Palepu (1986) et Singh (1975). Ainsi, la baisse de valeur des entreprises peu performantes leur confère un statut de cible sur le marché.

Par ailleurs, selon Caby et Hirigoyen (2001), le marché financier peut aussi exercer son rôle disciplinaire sans qu'une prise de contrôle complète²² n'intervienne. On parle alors du « marché de contrôle partiel », marché, en réalité beaucoup plus actif que le précédent²³. De ce fait, le contrôle partiel n'aura d'intérêt que s'il permettrait d'influencer la politique des entreprises concernées afin d'améliorer leur performance.

📖 Pour résumer, nous constatons que les trois champs théoriques évoqués ci-dessus trouvent dans les opérations de F&A une source de création de valeur. Selon la théorie des coûts de transaction, cette valeur peut être créée suite aux arbitrages économiques menés par une firme et qui sont liés aux coûts du recours à des prestations extérieures ou la réalisation de la même opération en interne. De son côté, la théorie fondée sur les ressources perçoit une F&A comme la conséquence d'opportunités saisies par une firme et une façon de se positionner dans un certain environnement. Enfin, la création de valeur peut aussi être une résultante de la discipline managériale imposée par le marché financier, comme le préconisent les théoriciens de l'agence.

A l'opposé de ces conceptions, il existe aussi dans la littérature des approches qui considèrent les F&A comme des opérations susceptibles de détruire la valeur des firmes. C'est l'objet du point suivant.

1.2. Fondements théoriques de la destruction de valeur dans les F&A

Les F&A sont au cœur des préoccupations de la finance moderne. Cependant, les contre-performances constatées à l'issue de ces opérations conduisent à s'interroger sur la rationalité des décisions prises par les dirigeants. Ces derniers sont au centre du processus de prise de décision, et il est probable que leurs stratégies personnelles viennent influencer celles de la firme.

²² C'est-à-dire l'obtention d'au moins la majorité du capital et/ou des droits de vote.

²³ Selon Bethel et al. (1998), 33% des firmes présentes dans le *Fortune* 500 en 1980 ont subi au cours des années 80 une attaque par des investisseurs minoritaires pour influencer leur politique, 9% ont subi un LBO et 8% une OPA hostile.

1.2.1. Les F&A en tant qu'instruments d'affranchissement, d'enracinement et d'enrichissement des dirigeants

L'opportunisme des équipes managériales a suscité une littérature abondante dans le cadre de la théorie de l'agence et des coûts de transaction. Cependant, l'efficacité des marchés ou des formes organisationnelles suggérée par ces différents courants théoriques ne permettent pas d'expliquer pourquoi, des agents partiellement inefficients, peuvent continuer de satisfaire un environnement supposé concurrentiel et conserver leur poste (Paquerot, 1997).

En levant l'hypothèse d'efficacité, la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989) semble fournir un cadre d'analyse approprié. Elle permet de supposer que les dirigeants échappent en partie à la surveillance des marchés et disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour développer des stratégies personnelles d'enracinement, tendant à rendre leur éviction coûteuse voire impossible.

Selon Shleifer et Vishny (1989), l'enracinement semble être le passage obligé des équipes dirigeantes désirant élargir leur espace discrétionnaire. Ainsi, ces auteurs pensent que les dirigeants investissent dans des actifs spécifiques à leurs savoir-faire, afin de se valoriser auprès des actionnaires et d'augmenter le coût de leur remplacement. Cette situation permet d'accroître la sécurité d'emploi, l'affranchissement et la liberté d'action des dirigeants au détriment des actionnaires.

De manière générale, la littérature reconnaît trois types de stratégies d'enracinement : (1) Les investissements spécifiques aux dirigeants ; (2) la manipulation de l'information par les dirigeants ; (3) les réseaux relationnels. Toutes ces stratégies constituent des tactiques de neutralisation des mécanismes disciplinaires. Ainsi, l'accomplissement d'une opération de F&A par les dirigeants pourrait s'inscrire dans l'une des stratégies d'enracinement évoquées ci-dessus. Une F&A peut alors contribuer à augmenter les ressources contrôlées, à accroître l'ambiguïté des investissements spécifiques, à rendre les systèmes d'information de la firme plus complexes à gérer et enfin à tisser des relations implicites et plus opaques avec certains partenaires par les dirigeants.

En outre, en tant que moyen d'affranchissement et d'enracinement des dirigeants, une acquisition peut permettre d'échapper au contrôle de ses propres actionnaires en faisant entrer de nouveaux actionnaires dans l'entreprise acquéreuse, ce qui augmente la dispersion de son capital. Dès lors, le poids et l'influence des anciens actionnaires s'en trouvent relativement réduits, et le contrôle de l'action de l'équipe dirigeante s'en trouve affaibli. En effet, il est difficile à un actionnariat dispersé de former des coalitions afin de constituer des minorités de blocage et d'exercer ainsi une pression sur la direction de l'entreprise.

Par ailleurs, en tant qu'instrument d'enrichissement des dirigeants, les opérations de F&A peuvent être motivées par la recherche de la taille, qui permet aux dirigeants d'accroître leurs rémunérations

et donc leur enrichissement. L'indexation de la rémunération à la taille de l'entreprise a été proposée initialement par Baumol (1959). Cette thèse suppose qu'avec l'accroissement de la taille et donc de la complexité de la gestion, la direction des entreprises et des banques nécessite des compétences accrues. En conséquence, l'obligation d'attirer des gestionnaires de plus en plus qualifiés conduit à augmenter les rémunérations.

Plusieurs recherches ont observé l'existence d'un lien positif entre la rémunération et la taille de l'entreprise. Lambert et al. (1991), ont noté que c'est la taille plus que la croissance qui est liée à la rémunération, ce qui souligne la faiblesse du caractère incitatif de cette indexation. Cette remarque est appuyée par une observation de Ang et Constand (1995) : une augmentation de la rémunération apparaît non seulement lorsque la valeur de la firme s'accroît, mais aussi quand elle décroît si l'activité augmente.

1.2.2. Les F&A, l'hubris du management et le sur-paiement des cibles

La théorie dite du *management hubris*, avancée par Richard Roll en 1986, tente de mettre en évidence le fait que les F&A n'ont pas nécessairement des motivations économiques. Les prétentions et l'orgueil du management auraient ainsi un pouvoir explicatif important quant à la multiplication de ces opérations. Non seulement celles-ci refléteraient, via des primes d'acquisition généreuses, la trop grande confiance des dirigeants mais seraient aussi la manifestation ultime de leurs *ego*. Selon Ceddaha (2005), cette thèse a des vertus explicatives quant aux motivations et quant au déroulement du processus de négociation.

En effet, l'hypothèse d'orgueil (*Hubris Hypothesis*) constitue une autre illustration des problèmes d'agence. Dans ce cas, l'orgueil des dirigeants des sociétés initiatrices les conduit à surestimer la valeur des sociétés cibles, sûrs de pouvoir réaliser d'importants effets de synergie ou réductions de coûts. Ils offrent alors des primes trop élevées car ils sont persuadés que leur évaluation est meilleure que celle du marché. L'offre crée ainsi un transfert de richesse des actionnaires de la société initiatrice au profit de ceux de la cible, avec une perte nette de richesse due aux coûts de l'offre. Cette hypothèse d'orgueil prédit une relation inverse entre la prime offerte et l'évolution des cours de l'offreur, qui est vérifiée empiriquement dans certaines études telles que celles de Firth (1980), Hayward et Hambrick (1997) et Diaz et al. (2009). Sur le marché français, Husson (1988) obtient dans de nombreux cas des pertes monétaires, ce qui semble aller dans le sens d'un sur-paiement des cibles. Enfin, selon Thauvron (2005), en cas de compétition entre plusieurs acquéreurs potentiels, le risque lié à cet orgueil est de se trouver dans la situation de la malédiction du vainqueur (*winner*

curse). Le vainqueur est celui qui a le plus offert. Mais pour emporter l'enchère, le vainqueur a dû proposer un prix trop élevé, ce qui le conduit à réaliser une perte.

Han et *al.* (1998) testent cette hypothèse par le biais de deux ratios (*earnings-price ratio* et *book-to-market ratio*). Ils justifient leur utilisation par le fait que le ratio résultat/cours est plus élevé pour les titres dont le risque et la rentabilité anticipée sont plus importants. De ce fait, les sociétés qui présentent un ratio élevé sont vraisemblablement sous-évaluées car plus risquées (surévaluées). Pour ce qui est du ratio *book-to-market*, l'hypothèse faite est que les sociétés qui ont un ratio élevé sont sous-évaluées alors que celles avec un ratio faible sont considérées comme surévaluées. Ils montrent que ces deux ratios ont un pouvoir explicatif important des rentabilités anormales négatives, ce qui va dans le sens d'un sur-paiement de la cible.

1.2.3. Les F&A et l'hypothèse du free cash-flow

L'hypothèse du *free cash-flow* (FCF), avancée par Jensen en 1986, stipule que les F&A seraient dues avant tout à l'utilisation qui est faite du FCF par les dirigeants, au détriment de leurs actionnaires. Ce FCF représente le cash-flow en excès par rapport au montant nécessaire au financement de tous les projets qui ont une VAN positive, en actualisant au coût du capital de l'entreprise.

Le conflit d'intérêts naît ici du fait que les actionnaires ont intérêt à recevoir ce supplément de dividendes afin de pouvoir le réinvestir dans leur propre portefeuille. Or le versement de dividendes supplémentaires (FCF) aux actionnaires diminue le montant de la trésorerie qui est sous le contrôle des dirigeants. De ce fait, le pouvoir des dirigeants est réduit, ce qui les place potentiellement sous le contrôle du marché financier s'ils ont besoin de nouveaux capitaux, que ce soit sous forme d'augmentation de capital ou d'endettement. Les offres seraient alors un mécanisme de réallocation du FCF. Selon Couret et Hirigoyen (1992), les conflits d'intérêt seront d'autant plus sévères que les compagnies secrètent un FCF substantiel. Pour Jensen, c'est l'endettement qui aide à limiter le gaspillage de liquidités en obligeant les dirigeants à verser des fonds qu'ils seraient autrement tentés de conserver.

Concernant la réallocation du FCF pour la réalisation de F&A, le fait de réaliser une acquisition et de la payer en numéraire plutôt qu'en titres implique le versement de liquidités aux actionnaires de la cible, ce qui permet de réduire le niveau du FCF et du même coup le conflit d'intérêts. Cette hypothèse est validée par les travaux de Lehn et Poulsen (1989) qui ont étudié 263 cibles d'un retrait de la cote entre 1980 et 1987. Ils montrent que la source majeure de gains de ces offres est l'atténuation des problèmes d'agence associés au FCF, les primes étant significativement liées à ce dernier. L'hypothèse du FCF est également analysée par Lang, Stulz et Walkling (1991) du point de

vue des initiateurs. Leur étude utilise le Q de Tobin pour identifier les sociétés susceptibles d'être confrontées à un problème d'agence et dont on s'attend à ce qu'elles investissent dans des projets à VAN négative. Leurs résultats empiriques vont dans le sens de cette hypothèse. Le gain pour les actionnaires de l'initiateur est d'autant plus faible que le FCF de leur société est important.

📖 Nous remarquons à l'issue de ces différentes approches considérant les F&A comme destructrices ou neutres vis-à-vis de la valeur, que certaines de ces opérations peuvent être motivées par l'intérêt propre des dirigeants de la firme initiatrice. En poursuivant un objectif personnel différent de celui de maximisation de la richesse de leurs actionnaires, ils sont conduits à surpayer leurs acquisitions, d'après l'hypothèse d'orgueil, ou encore à diversifier leur propre portefeuille afin de réduire leur risque ou d'augmenter la dépendance de la société à leur égard en accroissant leur enracinement, affranchissement et rémunération. Cela peut donc induire un transfert de richesse des actionnaires vers les dirigeants.

Après avoir évoqué les différentes conceptions théoriques des F&A, nous verrons au paragraphe suivant l'articulation de ces opérations avec le concept de performance. Nous terminerons par un aperçu des études empiriques antérieures analysant la création de valeur dans les F&A bancaires.

2. Fusions-acquisitions bancaires et création de valeur

Comme nous venons de voir dans les paragraphes précédents, les différentes conceptions théoriques des opérations de F&A divergent selon qu'elles se rattachent à des arguments susceptibles de créer de la richesse actionnariale ou pas. En effet, le thème des F&A et leur rapport avec la création de valeur constitue un classique dans la littérature économique. Le potentiel d'une opération à créer de la valeur est un véritable enjeu pour tous les acteurs des entreprises et des banques. Plusieurs sources de création de valeur dans une F&A ont été mises en évidence. Ces sources sont autour du concept de synergie. Nous essaierons, tout d'abord, de cerner le contenu de ce concept avant de passer en revue les principales méthodes et recherches portant sur la mesure de la valeur lors de ces transactions.

2.1. Source de la création de valeur

Le concept de synergie est associé à la théorie de l'efficacité selon laquelle les opérations de F&A créent de la valeur par la mise en œuvre de synergies. La réalisation de synergies correspond globalement à une création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement des entreprises

ou des banques concernées et qui n'aurait pas été obtenue sans la mise en œuvre effective de ce regroupement (Husson, 1987). Selon Gardès (2005), le concept de synergie est controversé, car le regroupement sous un tel vocable d'effets aussi différents que les économies d'échelle, de champ ou l'obtention d'un pouvoir de marché conduit à vider le terme de sa substance.

Ainsi, plusieurs auteurs ont défini ce concept en distinguant ses différentes facettes et les sources de création de valeur auxquelles il se rattache. A cet effet, Chatterjee (1986) différencie trois types de synergies : financières, productives et collusives, pour se référer de façon plus explicite aux différents types d'effets envisageables. D'autres auteurs comme Prahalad et Hamel (1990) évoqueront la notion de synergie managériale en référence aux gains liés au partage d'une même logique de direction axée sur le concept de compétences managériales. Globalement, nous pouvons distinguer, d'après la littérature, quatre types de synergies qui motivent les entreprises à mener ces opérations de croissance externe, et qui peuvent *in fine* être à l'origine de la création de valeur lors de ces transactions : les synergies financières, les synergies managériales, les synergies collusives et les synergies opérationnelles.

- **Les synergies financières**

Ces synergies peuvent prendre différentes formes. Elles passent par exemple par l'augmentation de la capacité d'endettement du nouvel ensemble ou par la possibilité d'une optimisation fiscale directement issue du regroupement. D'autres formes de synergies financières ont été mises en exergue ; selon Trautwein (1990), les synergies financières peuvent être créées en investissant dans des sociétés ayant des activités totalement indépendantes (diminution du risque systématique du portefeuille d'investissement de la société), en augmentant la taille de l'entreprise (réduction du coût d'accès au capital) et en établissant un marché de capital interne (allocation plus efficace du capital). Pour Seth (1990), deux sociétés ayant des flux de trésorerie non parfaitement corrélés peuvent réduire leur probabilité de faillite en fusionnant ; la seconde société pouvant soutenir celle qui a des déficiences temporaires.

En ce qui concerne le risque systématique du portefeuille, les stratégies de diversification ont longtemps été justifiées par l'intérêt de répartir les risques entre plusieurs domaines d'activité à cycles économiques différents, afin d'assurer dans un même portefeuille un équilibre entre activités arrivées à maturité et dégagant de fortes liquidités et celles nécessitant de forts investissements mais à fort potentiel de croissance (Gardès, 2005).

Ainsi, selon Focarelli et Pozzolo (2001), si la diversification permet d'améliorer le rendement du risque attendu, la consolidation est en mesure d'améliorer l'efficacité. Dans cette optique, Akhavein

et Humphrey (1997) établissent que les gains d'efficience profit des fusions bancaires américaines résulteraient d'une meilleure répartition des risques.

- **Les synergies managériales**

Elles correspondent au transfert de connaissances et de savoir-faire de l'acquéreur vers la cible et vice-versa. Ces synergies peuvent être importantes dans les domaines de la recherche, de l'innovation technologique ou commerciale ou lors du changement d'échelle de l'activité de la cible, comme par exemple l'internationalisation de ses activités qui peut profiter de l'expérience de l'acquéreur en la matière (Meier et Schier, 2006).

En effet, selon différentes études réalisées, les banques acquéreuses sont en moyenne plus productives que les cibles (Berger et Humphrey, 1992 ; Rhoades, 1993 ; Fixler et Zieschang, 1993). Elles seraient de 40% à 50% plus efficaces que les autres banques avant la fusion (Fixler et Zieschang, 1993) ce qui peut laisser suggérer que l'activité de F&A puisse relancer la productivité et l'efficience de l'industrie (Gardès, 2005).

Dans les F&A, les synergies peuvent apparaître lorsque deux unités peuvent être managées de façon plus efficace en termes de coûts ou d'allocation des ressources (Seth, 1990). Toutefois selon Shaffer (1993), l'économie de coût présumée dépendra de la possibilité de transférer l'efficience managériale aux composants acquis. Il relève, en outre, l'éventualité selon laquelle les banques les moins efficaces diffusent leur inefficience à travers les fusions. Ainsi, par rapport à cette optique de synergie managériale, les talents managériaux sont la clé de voûte des gains potentiels d'une opération de F&A.

- **Les synergies collusives**

Les stratégies de F&A seraient planifiées et mises en œuvre en vue d'atteindre un pouvoir de marché, ou afin d'obtenir des effets de synergies collusives. Selon Gardès (2005), un degré plus élevé de concentration permettrait aux entreprises et aux banques d'entrer en collusion afin d'établir une politique de prix monopolistique. En effet, selon cette optique, la concentration du marché bancaire serait en mesure de donner aux établissements la possibilité d'extraire des profits de monopole en favorisant l'émergence d'arrangements tacites leur permettant d'une part, d'offrir une rémunération plus basse sur les fonds collectés (Berger et Hannan, 1997 ; Calem et Carlino, 1991 ; Corvoisier et Gropp, 2001), et d'autre part, de pratiquer des taux d'intérêts plus élevés sur les crédits notamment pour les petites entreprises et les consommateurs (Berger et Hannan, 1997 ; Perrachi et Sopronzetti,

2000). Ce constat cautionne ainsi le fait que le degré de concurrence, les prix et la profitabilité seraient influencés par le degré de concentration. Toutefois, dans la littérature, il existe trop d'incohérences pour soutenir l'existence d'une relation positive entre concentration et profitabilité (Osborne et Wendel, 1992 ; Goldberg et Rai, 1996). Par ailleurs, pour le lien concentration/prix, Berger et Hannan (1997) et Perrachi et Sopronzetti (2000) trouvent que la concentration du marché bancaire américain tend à conduire à l'augmentation des taux de prêts mais de faible importance économique. Ces résultats vont dans le sens que la concentration conduit à un pouvoir de marché. Il s'agit là de l'explication qui est la plus souvent avancée par les adversaires des F&A qui souhaiteraient une législation plus restrictive en la matière.

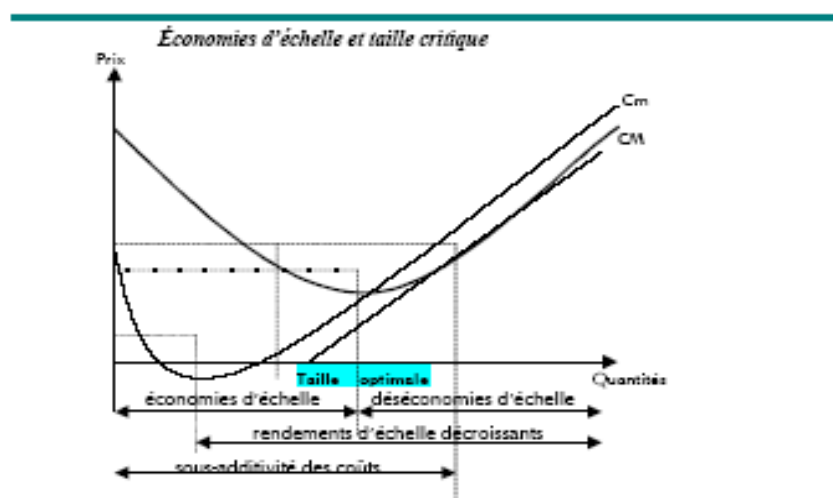
- **Les synergies opérationnelles**

Le mouvement de F&A qui s'opère en Europe et partout ailleurs peut s'expliquer par la recherche d'économies d'échelle et d'envergure que permet l'atteinte d'une grande taille (Gardès, 2005). Sur le plan opérationnel, les F&A viseraient l'amélioration de l'efficacité, et ce par l'élimination des doublons, l'acquisition d'une taille critique dans les secteurs où la concurrence est forte, la consolidation de la capacité d'investissement à moyen ou long terme, l'optimisation de la structure du capital, etc.

En effet, les opérations de F&A font de la taille des entreprises un élément fondamental de leur compétitivité. Dans le cas de l'industrie bancaire, les établissements de grande taille peuvent entreprendre des dépenses plus importantes dans des investissements d'innovation en particulier, aujourd'hui, dans le domaine de la monétique. Ce phénomène est de nature à évincer les établissements de taille plus modeste (ou les empêcher de démarrer leur activité, puisqu'ils sont incapables de proposer leurs services à des prix compétitifs) et à générer un mouvement de concentration dans la branche.

S'il est généralement pressenti que le coût moyen à long terme pour fournir un produit ou un service décroît à mesure que l'échelle de l'entreprise s'accroît, de nombreux auteurs se sont interrogés sur l'existence d'une taille critique et sur la réalité des économies d'échelle dans le secteur bancaire. 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 (figure 8). Il n'y a pas de consensus sur la position du point minimum de la courbe de coût moyen, mais toutes les estimations américaines le situent très en deçà de la taille des plus grandes banques. Les déséconomies d'échelle, c'est-à-dire la hausse de leurs coûts moyens, tiendraient en particulier, aux difficultés inhérentes à la gestion d'un établissement plus grand et dispersé géographiquement.

Figure 8 : Economies d'échelle et taille critique



Source : Berger et Mester (1997)

Globalement, il est possible de distinguer trois aspects des économies d'échelle. Le premier est lié à la taille globale d'un portefeuille de crédits et la diversification du risque qui peut y être associée permettant ainsi de telles économies. Le second se rapporte à la technologie et aux investissements nécessaires dans un contexte de pression concurrentielle accrue (l'exemple de la monétique cité précédemment). Enfin, le troisième est relatif à l'accroissement de la division et à la spécialisation du travail.

Toutefois, selon les estimations de Apoteker (2003), le seuil critique optimisant les économies d'échelle est « *probablement plus faible que ce que les opérations actuelles de concentration suggèrent* », avis partagé par la commission bancaire (2000) pour laquelle « *la fusion de deux institutions peut générer des surcapacités, des difficultés de gestion, des gaspillages qui conduisent à des pertes d'efficacité supérieures aux gains attendus* ».

Par ailleurs, aux économies d'échelle, s'ajoutent d'éventuels effets de gamme ou économies d'envergure : un même établissement peut offrir à sa clientèle une palette de services diversifiés (par exemple ceux d'une banque commerciale et d'une banque d'investissement) sans que la diversité de ces prestations n'engendre des coûts additionnels très élevés, le même réseau informatique, le même système comptable...étant utilisés.

L'évaluation des économies d'envergure se révèle beaucoup plus complexe et il est assez difficile de donner des conclusions définitives sur leur présence éventuelle et, a fortiori, sur leur niveau. Il semble toutefois que leur incidence sur les coûts soit extrêmement modeste. Comme le soulignent Berger et al. (1993) « *On constate au mieux des économies de gamme mineures à même de réduire les coûts de 5% ou moins lorsque des biens multiples sont produits par une même firme* ». Pour

d'autres auteurs, les économies d'envergure se réalisent principalement sur les recettes du secteur bancaire, les consommateurs étant prêts à payer davantage pour bénéficier de l'effet de réseau et disposer de produits différents sur le même point de vente (Altunbas et al., 2001 ; Amel, 2003).

2.2. Mesure de la création de valeur

Comme nous venons de voir aux paragraphes précédents, la création de la richesse actionnariale émane *in fine* de la capacité des établissements à générer des effets de synergie de coûts et/ou de revenus. La question maintenant est de savoir comment ces effets seront évalués et quantifiés.

Globalement, et afin d'évaluer la performance d'une opération de F&A, deux grandes écoles de pensées s'affrontent. La première représentée par les tenants de l'économie industrielle, privilégie la mesure directe à partir de données comptables et financières des établissements. Elle compare l'évolution des indicateurs de performance opérationnelle avant et après une opération de rapprochement à celle d'entreprises équivalentes n'ayant pas opté pour ce genre d'opérations durant la période analysée. La seconde école de pensée, représentée par les chercheurs en finance d'entreprise ou en économie financière, privilégie la mesure de la performance au travers de l'impact de l'opération de croissance externe sur l'évolution du cours boursier de la cible et de l'acquéreur (Meier et Schier, 2009). Cette approche, que nous retiendrons pour notre étude empirique, est fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Ainsi, les études réalisées dans ce cadre, constituent un test joint de l'hypothèse d'efficience et de la performance des opérations de F&A. Nous aborderons brièvement ces deux approches au paragraphe suivant.

2.2.1. L'approche comptable

Les études fondées sur les données comptables reposent sur différentes techniques, telles que le pairage ou bien certaines mesures de création de valeur telles que l'EVA. Le pairage consiste à comparer les résultats des établissements ayant réalisé une opération de F&A avec ceux d'un échantillon de firmes comparables (en termes de secteur d'activité, de taille...) n'ayant pas opté pour ce choix. Parmi les critères de comparaison les plus utilisés, on retrouve le taux de rentabilité économique, le taux de rentabilité financière, l'évolution du chiffre d'affaires ou des parts de marché. Concernant le concept d'EVA, il a été développé par le cabinet *Stern Stewart*. Bien que patrimonial, il ne repose pas tout à fait sur des données comptables. Il est en effet basé sur la notion de profit économique correspondant au résultat d'exploitation après impôt, ajusté selon des retraitements

spécifiques, minoré de la charge de rémunération des capitaux investis (Quentin, 2001). Dans cette optique, le capital employé présente ainsi un coût qui relativise la rentabilité.

L'utilisation de mesures comptables ou économiques a été critiquée par de nombreux auteurs principalement pour deux raisons. La première est liée au fait que ces mesures de performance ne prennent pas explicitement en compte le risque dans ce type de mesure alors que les opérations de F&A modifient profondément le profil de risque de l'acquéreur. Le second argument concerne l'utilisation de données comptables, dont les variations peuvent être dues à des effets non liés à l'opération de croissance externe (changement de la politique comptable, etc.).

2.2.2. La méthode des rendements anormaux

Les principales études réalisées, dans ce domaine, reposent sur la méthodologie appelée *étude d'événement*²⁴. Celle-ci fut imaginée et utilisée pour la première fois par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) à propos des effets de l'attribution d'actions gratuite sur le cours boursier. Dans l'hypothèse d'efficience des marchés, la rentabilité boursière qui mesure la variation relative du prix de l'action, permet en effet d'apprécier la valeur que l'entreprise a créée ou détruite sur un horizon déterminé : court terme ou moyen terme. A court terme (analyse ex-ante), la méthode repose sur le calcul d'un taux de rentabilité anormal, traduisant l'écart entre un taux de rentabilité observé au moment de l'annonce de l'opération et un taux de rentabilité théorique, qui aurait été réalisé si l'opération n'avait pas été annoncée. A long terme (ex-post), on compare le taux de rentabilité composé observé avec un taux composé moyen calculé sur un échantillon témoin comparable.

La principale hypothèse sous-jacente à cette méthodologie est celle de l'efficience des marchés. Selon Schleifer et Vishny (1988), un marché efficient est un marché dont les prix reflètent parfaitement et immédiatement les informations disponibles. Ainsi, la variation de richesse est censée prendre en compte l'intégralité de la création (destruction) de valeur de l'opération, conditionnellement à l'information disponible à la date de l'annonce (Navatte et Schier, 2008).

En effet, la théorie financière distingue trois notions distinctes et interdépendantes d'efficience :

- **L'efficience allocationnelle**, liée à la capacité du marché à transférer le risque vers ceux qui sont capable de le supporter et de mobiliser et allouer l'épargne vers les emplois les plus productifs (Gillet, 1997). Dans un tel marché, les prix sont déterminés par des données exogènes et objectives;

²⁴ Nous reviendrons de manière détaillée sur cette méthodologie dans la seconde partie.

- **L'efficience opérationnelle**, qui est rattachée à la microstructure du marché, c'est-à-dire l'organisation d'un système de transactions et l'efficacité de celui-ci (Gillet, 1997). D'après cet auteur, un marché est dit opérationnellement efficient si les intermédiaires et l'ensemble des participants ne peuvent retirer des rentes de situation et ne réalisent que des profits strictement concurrentiels.
- **L'efficience informationnelle**, telle qu'elle est définie par Fama en 1970. Ce dernier considère qu'un marché est efficient lorsque toute l'information pertinente est incorporée correctement et immédiatement dans les prix des actifs financiers. Il distingue trois formes et degrés d'efficience informationnelle : la forme faible, semi-forte et forte. La première correspond au traitement par le marché des seules informations passées, tandis que la deuxième forme, elle suppose le traitement des informations connues publiquement, et enfin la troisième, elle concerne l'analyse d'informations publiques et privées, voire privilégiées détenues par les *insiders*. Soulignons que le test pratiqué dans le cadre d'une étude d'événement correspond à la forme semi-forte d'efficience des marchés. En effet, l'objectif de cette approche consiste à tester le degré de rapidité de traitement des informations par le marché et constater si des variations anormales de la rentabilité du titre considéré ont perduré au-delà de l'annonce de l'événement (Quentin, 2001).

Par ailleurs, il existe un certain nombre de raisons pour lesquelles les marchés réagissent à l'annonce d'un événement. En effet, selon *la théorie des signaux*, le marché réagit à l'annonce de certains événements. Elle repose sur le fait que la divulgation d'une information ne peut provoquer une réaction des marchés que dans la mesure où les différents acteurs ne sont pas informés de manière identique. Ainsi, Comme nous l'avons déjà souligné, les dirigeants ont intérêt à communiquer leurs informations positives aux marchés et les investisseurs vont chercher à tirer des conclusions sur la valeur de l'entreprise en fonction des décisions des dirigeants (Myers et Majluf, 1984). L'autre raison expliquant les réactions des marchés est *le changement de la quantité d'information disponible* sur les établissements en question, ce qui peut aussi être à l'origine d'une réaction plus ou moins forte des marchés. Merton (1987) avance la théorie des « firmes négligées ». Cette dernière s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle les investisseurs choisissent les valeurs composant leur portefeuille en fonction des connaissances qu'ils ont des entreprises. Ce manque d'information peut être compensé par un niveau de rentabilité exigé plus élevé lorsqu'un investisseur prend le risque de devenir actionnaire d'une société dont il n'a pas ou a très peu d'information. Par conséquent, lors d'un événement où la demande d'investisseurs s'accroît de façon durable, la rentabilité exigée devient moins élevée conduisant ainsi à une rentabilité anormale positive sur les marchés pour le titre considéré (Quentin, 2001).

Enfin, la réaction des marchés peut être aussi liée à la *taille des établissements*. Selon l'étude Brennan et Hughes (1991) sur le marché américain, le nombre d'analystes attachés à une entreprise dépend de la taille de celle-ci, ce qui influencerait donc la quantité d'informations disponibles pour les marchés. C'est pourquoi la publicité autour d'une opération de F&A peut jouer un rôle important pour un petit établissement, la quantité et la qualité de cette information augmentant avec la hausse de l'attention des analystes.

2.3. Création de valeur dans les F&A bancaires : aperçu des études empiriques antérieures

Les décisions de F&A constituent un champ d'étude par excellence pour une appréciation de l'efficacité des décisions stratégiques, notamment en termes de création ou de destruction de valeur. En effet, les acquisitions n'ont de signification que parce qu'elles permettent la conquête de part de marché et la création de synergies, c'est-à-dire l'amélioration des résultats des activités existantes ou acquises (Caby et Hirigoyen, 2001). Il est de ce fait normal que de très nombreuses études aient cherché à valider empiriquement la performance de ces opérations de croissance externe.

En effet, le lien entre opérations de F&A et création de valeur a évolué dans le temps. Vu la progression du nombre et du montant de ces opérations et parallèlement à la reconnaissance de plus en plus marquée du concept de création de valeur, il apparaît particulièrement intéressant de vérifier s'il existe un lien positif ou négatif entre les deux.

Selon Quentin (2001), la question du lien F&A/création de valeur est caractérisée par un changement d'opinion sur cette relation. Au début des années 1990, les F&A ont souvent été considérées comme créatrices de valeur, alors que cette opinion s'est révélée beaucoup plus nuancée à l'issue d'un certain nombre d'opérations aux résultats en demi-teinte à la fin de la décennie. La destruction de valeur est donc loin d'être exclue lors de telles opérations.

Globalement, la plupart des recherches empiriques fondées sur les rendements boursiers s'accordent sur le fait que la stratégie d'acquisition profite davantage aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur, comme en témoigne la synthèse dressée par Bessière (1999) dans le tableau suivant :

Tableau 2 : Effet boursier anormal (EBA) des offres publiques (acceptées) selon diverses études (notamment américaines)

A. Études sur base de taux	Période et type d'offre	Fenêtre	Initiatrices		Cibles	
			N	EBA %	N	EBA %
1. Dodd et Ruback (1977)	1958-78	Mois (0)	124	+2,83	133	+20,58
2. Kummer/Hoffmeister (1978)	1956-74	Mois (0)	17	+5,20	50	+16,85
3. Dodd (1980)	1970-77	Jour: J(-20 à 0)	60	+0,80	71	+21,78
4. Bradley (1980)	1962-77	J(-20 à +20)	88	+4,36	161	+32,18
5. Firth (1980)	1969-75	Mois (0)	434	-6,30	434	+28,10
6. Asquith et al. (1983)	1963-79	J(-20 à 0)	170	+3,48	35	+20,50
7. Asquith (1983)	1962-76	J(-19 à 0)	196	+0,20	211	+13,30
8. Eger (1983)	1958-80	J(-20 à +20)	37	-3,10	36	+15,80
9. Malatesta (1983)	1969-74	Mois (0)	256	+0,90	83	+16,80
10. Husson (1988)	1972-83	J(-25 à +40)	72	+0,40	75	+20,74
11. Bradley et al. (1988)	1963-84	J(-5 à +5)	236	+0,97	236	+31,77
12. Jarrell et Poulsen (1989)	1963-86	J(-20 à +10)	462	+1,29	526	+28,99
13. Franks et al. (1991)	1975-84	J(-5 à +5)	399	-1,02	399	+28,04
14. C.-Lepers/Sassenou (1993)	1985-88	J(-10 à +10)	12	-2,43	13	+11,64
15. Dumontier/Humbert (1996)	1977-92	J(-25 à +25)	47	+1,57	47	+18,54
Moyenne	-			+0,61		+21,71

Source : Bessière (1999)

Il ressort donc du tableau que les actionnaires des cibles sont les grands bénéficiaires des acquisitions. Leur gain boursier anormal moyen est d'environ 22% contre seulement moins de 1% pour les firmes initiatrices. Ces résultats rejoignent d'autres études plus récentes comme celle de Walters, Kroll et Wright (2007) aux Etats-Unis ou encore celle de Caby (2007) en Europe.

Par ailleurs, certains auteurs relèvent aussi une absence de rendements anormaux significatifs à la fois pour l'acquéreur et pour la cible (Cornett, Hovakimian, Palia et Tehranian, 2003), ou encore une création de valeur pour les actionnaires des firmes acquéreuses (Eckbo et Thornburn, 2000 au Canada). Le caractère mitigé de ces résultats rencontre plusieurs explications dans la littérature empirique, comme par exemple, le niveau de la prime de contrôle versée, pouvant être, selon plusieurs auteurs, source de création de valeur pour la cible et de sa destruction pour l'acquéreur (Hayward et Hambrick, 1997 ; Hagendorff et al., 2009).

Dans le secteur bancaire, les différentes conclusions de la littérature empirique montrent aussi que les F&A ne produisent pas toujours leurs effets escomptés sur la performance, notamment pour les établissements initiateurs, comme le montre le tableau suivant :

Tableau 3 : F&A et création de valeur : quelques résultats empiriques dans le secteur bancaire américain et européen²⁵

Auteur	Année	Taille de l'échantillon	Fenêtre d'événement	Conclusions de l'étude
Etudes américaines				
Becher	2000	558 F&A	(-30j ; +5j)	Gain de rentabilité boursière de 22% pour les cibles. Pour les acquéreurs, ces gains sont nuls ou négatifs.
Bliss et Rosen	2001	66 F&A	(-1 ; +1)	Les rendements anormaux de l'acquéreur sont significativement négatifs. Ils sont de l'ordre de -2.4%
Cornett et al.	2003	423 F&A	(-1 ; +1)	Les rendements anormaux de l'acquéreur sont significativement négatifs (-0.74% en moyenne) et positifs (mais non significatifs) pour l'entité combinée.
Anderson et al.	2004	97 F&A	(-5 ; +1) (-1 ; +1)	Sur ces deux fenêtres, les rendements moyens sont significativement négatifs pour l'acquéreur (-1.12% sur la fenêtre de 7 jours et -0.70% sur la fenêtre réduite de 3 jours).
Etudes européennes				
Ismail, Davidson	2005	102 F&A	Plusieurs fenêtres d'événement testées entre (-10j ; +10j)	Les rendements anormaux des acquéreurs et des cibles sont positifs mais non significatifs.
Campa, Hernando	2008	218 F&A	(-1 ; +1)	Les rendements anormaux moyens sont de 3.38% (significatifs à 5%) et -0.54% (significatifs à 10%) respectivement pour l'acquéreur et la cible.
Asimakopoulou, Anthanasoglou	2009	145 banques acquéreuses ; 71 banques cibles	Plusieurs fenêtres d'événement testées entre (-20 ; +20j)	Les rendements anormaux sont en moyenne de -0.41 pour les acquéreurs et 4.5% pour les cibles.

Il ressort du tableau ci-dessus que les résultats européens ont tendance à converger avec ceux obtenus aux Etats-Unis dans le secteur financier. Ils attestent une absence de création de valeur à court terme, autour de la date d'annonce, due à des rendements anormaux négatifs ou proches de 0. D'autres études empiriques menées en Europe et aux Etats-Unis dans les années 90 dans le secteur bancaire confirment les résultats des recherches, au cours de la dernière décennie, présentées dans le tableau. Certains auteurs ont ainsi affirmé la neutralité des opérations de F&A sur la valeur des banques acquéreuses (Hanan et Wolken, 1996 ; Cybo-Ottone et Murgia, 1996). D'autres, en revanche, tels que Houston et Ryngaert (1994) et Amel et al. (2003), ont relevé que les actionnaires de la banque acquéreuse souffraient d'une perte de richesse lors de l'annonce d'une opération, contrairement à ceux de la banque cible. Enfin, et à l'opposé de l'ensemble des résultats précités, Cornett et Tehranian (1992), ainsi que Zangh (1995) trouvent que l'annonce d'une opération de rapprochement bancaire aux Etats-Unis améliore significativement le prix du titre de la banque initiatrice.

²⁵ Synthèse de notre revue de littérature.

Cette disparité des performances constatées laisse penser qu'il existe des facteurs explicatifs de la réaction du marché face aux F&A. Nous aborderons ainsi ultérieurement la question de la création de valeur dans ces opérations en relation avec un certain nombre de déterminants mis en avant par la littérature. Nous nous intéresserons, tout d'abord, dans cette première section à l'un des déterminants financiers les plus influents sur le succès des opérations, à savoir, la prime de contrôle.

3. F&A bancaires et création de valeur : incidence des primes de contrôle

Comme nous l'avons souligné plus haut, afin de convaincre les actionnaires d'une firme cible de participer à l'opération et d'apporter leurs titres à l'acquéreur, ce dernier est souvent contraint de proposer un prix supérieur à la valeur de marché. La différence entre le prix proposé et la valeur de la cible avant l'opération constitue la prime d'acquisition (Meier et Schier, 2006). Selon ces auteurs, cette prime doit être suffisamment attractive pour amener les actionnaires de la cible à accepter de vendre leurs actions. Toutefois, elle ne doit pas être irréaliste sur le plan économique afin de permettre à la firme initiatrice de rentabiliser son investissement. En effet, la fixation d'une prime de contrôle trop élevée explique de nombreux échecs en matière d'acquisition. Selon Ceddaha (2007), cette prime représente en général entre 20% à 30% de plus que le cours avant l'annonce de l'opération. Kaplan (1989) souligne que le sur-paiement des cibles dû au versement de primes irréalistes et très alléchantes est fréquent. Pour Haunschild (1994), de tels niveaux de primes payées par des firmes acquéreuses pourraient entraîner leur propre faillite. L'exemple de *Campeau Corporation*²⁶ qui, une année après l'acquisition de *Federated Department Stores* en leur versant une prime de plus de 124%, déclare sa faillite à cause de son incapacité à payer les dettes inhérentes à l'opération.

Nous verrons dans ce paragraphe les principales perspectives théoriques autour de l'incidence des primes sur la performance de l'acquéreur et nous terminerons par un aperçu des recherches empiriques qui ont essayé de cerner cette relation.

3.1. Prime de contrôle et rendements de l'acquéreur : débats théoriques

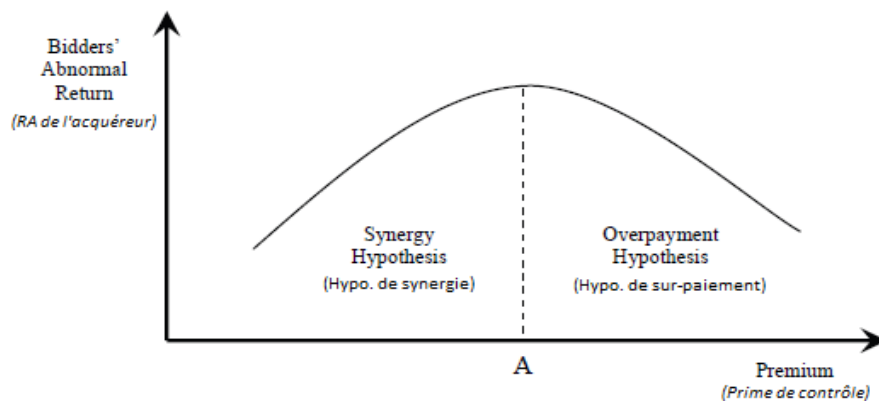
Dans les travaux antérieurs, il est souvent stipulé que la prime de contrôle a une influence positive sur les rendements anormaux obtenus par les actionnaires des firmes cibles. Toutefois, il n'y a pas de

²⁶ *Campeau Corporation* fut une importante société immobilière canadienne fondé par *Robert Campeau* un homme d'affaires né à Sudbury en Ontario. Après une croissance vertigineuse, l'entreprise connut une fin abrupte après son acquisition des chaînes de grands magasins américaines *Allied Stores* en 1986 et *Federated Department Stores* en 1988. Criblée de dettes, l'entreprise fit faillite en 1991 et contribua au déclin des grands magasins d'envergure régionale.

consensus quant à l'impact de ces primes sur les rendements des acquéreurs, en raison de l'existence de deux hypothèses. D'une part, il est possible que la prime versée soit justifiée par des synergies entre l'offreur et la cible, ce qui induit une relation positive entre la prime et les rendements (Bradley et al., 1983 ; Antoniou et al., 2007). D'autre part, une prime de contrôle élevée peut être aussi synonyme d'un sur-paiement de l'acquisition, ce qui augmente les chances de détruire la valeur et entraîne par conséquent une relation négative entre la prime et les rendements (Sirower, 1997 ; Schwert, 2003).

En effet, les recherches précédentes menées dans ce contexte dans les secteurs industriel et financier ont souvent supposé une relation linéaire entre les primes et les rendements des acquéreurs. Toutefois, selon Diaz et al. (2009), il est possible que cette relation dépende de l'ampleur des primes : ces dernières peuvent initialement influencer positivement les rendements de l'acquéreur, ce qui supporterait l'hypothèse de synergie « *synergy hypothesis* », précédemment évoquée. Ensuite, à mesure que les primes augmentent, l'effet sur les rendements deviendrait négatif, comme le stipule l'hypothèse de sur-paiement « *overpayment hypothesis* ». Ainsi, Diaz et al. (2009) supposent une relation non linéaire entre la prime versée par l'acquéreur et les rendements de celui-ci, comme le montre le schéma suivant :

Figure 9 : La relation non-linéaire entre la prime d'acquisition et les rendements de l'acquéreur



Source : Diaz, Sanfilippo et Lopez (2009)

Au regard de l'hypothèse de synergie, plus l'acquéreur est convaincu du potentiel de l'opération en matière de synergies futures, plus il serait prêt à offrir un prix élevé pour conclure l'opération (Bradley et al., 1983 ; Slusky et Caves, 1991 ; Antoniou, Arbour et Zhao, 2007). Selon cette hypothèse, la prime payée reflète la valeur assignée par l'acquéreur à un *deal* et la probabilité d'en tirer des synergies. En revanche, par rapport à l'hypothèse de sur-paiement, il est possible que

l'acquéreur paie une prime supérieure à celle attendue par le marché, ce qui conduirait à une relation négative entre le niveau des primes versées et les rendements (Varaiya et Feris, 1987 ; Sirower, 1997 ; Schwert, 2003). Ainsi, selon cette hypothèse, le paiement d'une prime élevée produit un transfert de richesse de l'acquéreur vers la cible. Cela peut, au moins partiellement, expliquer pourquoi la majorité des études empiriques trouvent que les actionnaires des firmes initiatrices sont négativement affectés par les acquisitions contrairement aux actionnaires des firmes cibles qui en sortent gagnants.

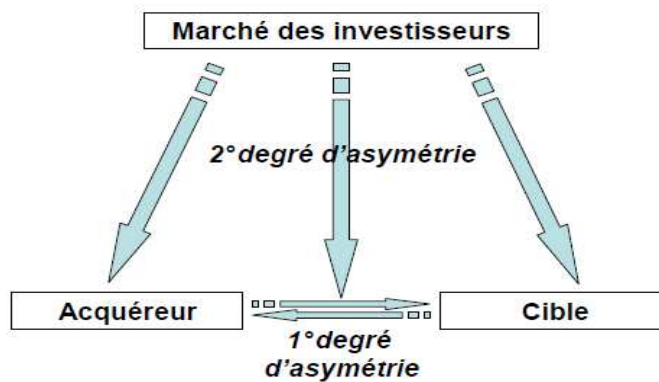
Dans ce débat théorique d'une incidence positive ou négative de la prime sur la performance boursière de l'acquéreur, Diaz et al. (2009) ont pu valider une relation non linéaire comme celle schématisée plus haut. Ainsi, ils relèvent tout d'abord, sur un échantillon de 49 F&A bancaires européennes entre 1995 et 2004, une relation positive et en ligne avec l'hypothèse de synergie. Ensuite, à partir d'un certain niveau moyen de prime correspondant à 21%²⁷ (noté A dans le schéma ci-dessus), ils obtiennent une relation négative entre les primes et les rendements conforme à l'hypothèse de sur-paiement. D'après ces auteurs, la prime de contrôle est un signe des synergies potentielles et influence, de ce fait, positivement la performance de l'acquéreur jusqu'au seuil de 21%. Au-delà de ce dernier, la prime payée peut être destructrice de valeur pour les actionnaires des banques initiatrices. Pour ces auteurs, il est important que la prime soit suffisamment élevée pour convaincre les actionnaires des cibles d'accepter l'offre. Toutefois, elle ne doit pas être irréaliste, et affecter par conséquent négativement la performance boursière des offreurs.

En effet, le travail de Diaz et al. est intéressant, car il apporte une réponse utile aux analystes financiers, aux investisseurs, aux régulateurs et à la communauté scientifique de manière générale sur le niveau des primes de contrôle à partir duquel nous pouvons parler de sur-paiement.

Par ailleurs, selon Tesolin (2010), l'une des principales explications du sur-paiement de certains *deals* provient de la difficulté d'évaluation de la cible par l'acquéreur en raison de l'asymétrie d'information. Cette dernière concerne aussi bien les deux protagonistes que le marché lui-même, comme le montre la figure suivante :

²⁷ La prime est exprimée en valeur de marché des cibles.

Figure 10 : Les deux degrés d'asymétrie



Source : Tesolin (2010)

Selon Hietala et al. (2003), l'impact du signal sur la richesse de l'acquéreur coté dépend de l'information révélée au moment de l'annonce. Le contenu de l'information est de trois ordres : l'information relative à la valeur propre de l'acquéreur, l'information relative à la valeur de la synergie pouvant être générée par l'opération et l'information relative au (sur)prix payé par l'acquéreur et donc à la valeur de la cible. Chatterjee et al. (2009) observent que la prime payée augmente avec la dispersion des prévisions et la difficulté d'évaluer une cible potentielle. Ceci est, selon les auteurs, un signe révélateur de la divergence d'opinions induite par l'asymétrie d'information, ce qui n'est pas sans incidence sur les rendements des parties concernées, notamment de l'initiatrice.

Nous verrons maintenant les travaux empiriques dressant le lien prime/performance, notamment du point de vue des banques acquéreuses.

3.2. Lien entre la prime offerte par l'acquéreur et sa performance boursière : aperçu des études empiriques antérieures

De nombreuses études ont analysé l'incidence des primes de contrôle offertes sur la performance des firmes initiatrices. Ces études soulignent que le sur-paiement des F&A est à l'origine du transfert des bénéfices de ces opérations des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible. Ainsi, Sirower (1994), analysant plusieurs périodes post-acquisition allant de trois jours à quatre ans, trouve une association négative et significative entre le niveau de la prime versée par un acquéreur et sa performance. L'analyse de Hayward et Hambrick (1997) portant sur l'*hubris* des dirigeants confirme également cette relation négative entre le niveau de la prime et les rendements de l'acquéreur.

Toutefois, Comme le signale Walkling (1985), des versements élevés de primes sont parfois inéluctables pour concrétiser une opération. Plusieurs auteurs soulignent l'incidence du niveau de la prime de contrôle sur la probabilité de succès d'une offre (Hirschleifer et Titman, 1990).

Par ailleurs, selon Gondhalekar et al. (2004), les primes versées diffèrent d'un secteur d'activité à l'autre. D'après ces auteurs, qui ont analysé les acquisitions entre 1973 et 1999 et plus particulièrement les primes par industrie, les variations du niveau des primes étaient significatives d'un secteur à l'autre allant de 38% pour les banques à 79% pour les équipements industriels et commerciaux. Ils concluent ainsi que les particularités du secteur peuvent être très déterminantes dans l'explication du niveau des primes de contrôle. Selon Gonzalez (2006), il y a deux manières pour comprendre cela : les conditions économiques propres aux secteurs, telles que les vagues de F&A, ou encore les caractéristiques même du secteur, comme le niveau du *free cash-flow*.

Dans le secteur bancaire, les résultats empiriques portant sur l'incidence boursière des primes de contrôle indiquent, à l'instar des résultats de Varaiya et Ferris (1987), Sirower (1997) et Schwert (2003) pour les firmes non-bancaires, une relation négative entre le niveau de la prime payée par l'acquéreur et les rendements anormaux de ce dernier. Le tableau suivant présente quelques-uns de ces résultats dans le secteur financier.

Tableau 4 : Incidence de la prime versée par une banque acquéreuse sur ses rendements anormaux autour de la date d'annonce de l'opération²⁸

Auteurs	Echantillon	Période étudiée	Mesure de la prime (Par rapport à la valeur de la cible)	Rendements boursiers	résultats
Becher et Campbell (2004)	146 F&A (Banques US)	1990 - 1999	Valeur de marché	RAC (-5 ; +1)	Relation négative entre la prime de contrôle et les rendements de l'acquéreur.
Brewer, Jackson et Jagtiani (2007)	392 F&A (banques US)	1990 – 2004	Valeur de marché	RAC (-1 ; +1)	Relation négative entre la prime de contrôle et les rendements de l'acquéreur.
Diaz, Sanfilippo et Lopez (2009)	49 F&A (Banques UE)	1995 – 2004	Valeur de marché	RAC (-1j ; +1j)	Relation non-linéaire : incidence positive de la prime sur les rendements de l'acquéreur jusqu'au pourcentage de 21% (prime moyenne). Au-delà de celui-ci, la relation est négative.

Notons que la plupart des travaux empiriques portant sur les facteurs de succès des opérations de F&A considèrent comme variables dépendantes (à expliquer) soit les rendements boursiers, soit les primes de contrôle. Pour notre cas, et en nous inspirant du modèle de Hayward et Hambrick (1997),

²⁸ Synthèse de notre revue de littérature.

nous retiendrons ces deux variables dépendantes à la fois. Ainsi, nous supposerons l'effet médian de la prime sur la relation entre l'ensemble des déterminants de succès d'une opération de F&A, que nous aborderons ultérieurement, et les rendements boursiers de l'acquéreur.

En effet, ces déterminants de la performance sont synthétisés dans la littérature selon qu'ils se rattachent aux caractéristiques propres de la transaction, telles que la méthode de paiement, ou à celles des banques impliquées dans ces opérations, telles que leurs tailles relatives et, surtout, à la structure de leurs CA que nous verrons dans la section suivante.

Section 2 : Incidence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices sur leurs performances boursières

Selon Gertner (2000), « *les erreurs commises par les dirigeants semblent constituer un facteur d'échec majeur dans les opérations de rapprochement. Aussi convient-il d'affiner les mécanismes de gouvernance d'entreprise à travers, notamment, des conseils d'administration plus indépendants* ». Il ressort des propos de Gertner que les F&A constituent l'une des décisions les plus importantes dans la vie des entreprises et des banques, et dans lesquelles le CA joue un rôle incontournable. Une F&A réussie peut être une source importante de création de valeur et de croissance. En cas d'échec, elle détruit rapidement de la valeur en faisant naître de sérieux problèmes opérationnels. Les membres du conseil ont donc le devoir de veiller aux performances des firmes en conseillant la direction sur l'orientation stratégique et en contrôlant ses décisions. Ce devoir est d'autant plus important que les opérations de F&A tendent à intensifier les conflits d'intérêts entre gestionnaires et actionnaires (Morck et al., 1990 ; Shleifer et Vishny, 1997).

Dans cette section, nous allons voir comment la littérature cerne le lien entre le succès des opérations de F&A et les conseils des entreprises et des banques initiatrices. Dans un premier temps, nous évoquerons le poids du conseil et son rôle, en tant que mécanisme interne de gouvernance, dans les opérations de F&A. Ensuite, nous mettrons en relation quelques principales caractéristiques des conseils des banques acquéreuses et la performance post-acquisition de celles-ci, telle qu'elle ressort de la littérature.

1. Rôle des conseils des banques, en tant que mécanisme interne de gouvernance, dans les fusions-acquisitions

Afin de mettre en exergue le rôle du conseil d'une banque, il convient tout d'abord de cerner le poids de celui-ci en tant que mécanisme interne de gouvernance. Cette dernière, qui est très spécifique dans

le secteur bancaire, octroie un rôle très important aux conseils, notamment à l'occasion des opérations de F&A.

1.1. Spécificité de la gouvernance bancaire

Les banques doivent tenir compte de plusieurs éléments qui ont un impact considérable sur leurs systèmes de gouvernance tels que l'assurance des dépôts, la gestion des risques systématiques et spécifiques, l'optimisation des fonds alloués aux emprunteurs, les systèmes de contrôle interne et la structure du capital (Louizi, 2006). De plus, ces établissements tendent à détenir une proportion faible de fonds propres par rapport aux autres institutions. Leurs passifs sont généralement sous forme de dépôts qui doivent être disponibles suite à la demande des dépositaires, alors que leurs actifs sont souvent sous forme de crédits de longs termes. De la sorte, ces institutions produisent de la liquidité pour les agents économiques. Elles constituent ainsi le principal noyau de financement de l'économie (Anderson et Campbell, 2004).

Par ailleurs, les changements rapides causés par la globalisation, la déréglementation et les avances technologiques augmentent de plus en plus les risques afférents aux systèmes bancaires (Louizi, 2006). En effet, la faillite d'une banque affecte non seulement ses propres partenaires (clients, dépositaires, créditeurs...), mais elle a aussi un impact systémique sur la stabilité des autres établissements vu les diverses relations entre elles (participations croisées, crédits à long-terme...) (De Bandt et Hartmann, 2000). Levine (2004) affirme que les banques bien gouvernées sont plus efficaces dans leurs fonctions que celles mal gouvernées. Pour cet auteur, les crises et faillites bancaires résultent en grande partie de la mauvaise gouvernance des banques comme en témoigne la faillite de la banque américaine *Lehman Brothers*. Elle est survenue officiellement en septembre 2008 suite à la crise financière mondiale née de la crise des *subprimes*. En effet, un rapport de la justice américaine en 2010 confirme les problèmes de gouvernance de la banque et le manque de vigilance de la part des instances de supervision de l'établissement. Il révèle que depuis 2007, la banque masquait son endettement. Il accuse les anciens dirigeants d'avoir utilisé de façon abusive une technique comptable, *le Repo 105*²⁹, qui a conduit à « présenter un bilan erroné » (Fontenoy, 2010)³⁰. Cette technique, appelée en français « pension livrée », a permis à *Lehman Brothers* de cacher temporairement de son bilan jusqu'à 50 milliards de dollars d'engagements, faisant ainsi apparaître

²⁹ Une opération de *Repo* consiste en le prêt d'actifs par une banque à une autre banque contre du cash, suivi d'un rachat à terme de ces mêmes actifs. L'avantage pour le prêteur de titres est qu'il reçoit de la liquidité immédiate. Pour l'emprunteur de titre, l'avantage est qu'il perçoit des intérêts lors de la transaction. Cette manœuvre est parfaitement légale sauf la manière abusive dont elle a été utilisée par *Lehman Brothers* en tant que technique de maquillage du bilan. *Repo105* indique que les actifs qui étaient échangés contre de la liquidité, étaient évalués à 105% des liquidités perçues. Autrement dit, la contrepartie recevait des actifs dont la valeur était supérieure au cash qu'elle prêtait.

³⁰ Fontenoy S., « *Lehman Brothers trichait sur son bilan financier* », La Croix du 17/03/2010.

un bilan sain et plus solide. Cette manœuvre frauduleuse remet donc en question la gouvernance des établissements financiers, notamment, la responsabilité et la vigilance de leurs CA.

Selon Louizi (2006), ces faillites et crises financières ont endommagé les économies et déstabilisé les gouvernements, ce qui explique l'intervention de ces derniers au niveau du secteur bancaire. Pour Arbulu et Lamarque (2010), l'aide d'urgence apportée, à partir de fin 2008, par les autorités et les banques centrales aux établissements bancaires a créé un sentiment de malaise chez les clients et les gouvernements. Ce contexte actuel rend ainsi la gouvernance bancaire est d'un intérêt public.

De manière générale, les auteurs avancent deux principales caractéristiques des banques dont il faudrait tenir compte pour étudier la gouvernance de ces établissements qui devient ainsi de la sorte très spécifique : *la réglementation et l'opacité* (Adams et Mehran, 2003 ; Levine, 2004 ; Louizi, 2006 ; Furfine, 2001).

Selon Louizi, les banques sont plus opaques que les autres firmes dans la mesure où elles présentent des problèmes de transparence envers tous les constituants de leurs environnements internes et externes. Ainsi, les problèmes d'agence dans le secteur bancaire, engendrés par les asymétries informationnelles entre les acteurs du secteur, sont plus accentués par rapport aux autres firmes (Llewellyn, 2001). Ils affectent les relations entre les dirigeants, les membres du CA et les actionnaires de la banque. De plus, ces problèmes d'agence ne sont pas sans conséquence sur les relations avec les autres partenaires de la banque en l'occurrence les créanciers, les dépositaires et les régulateurs (Louizi, 2006). Ces derniers font du secteur bancaire l'un des plus réglementés. Toutefois, Levine (2004) considère que la forte présence de la réglementation n'est pas sans incidence sur le système de gouvernance. L'introduction d'une troisième partie qui est l'autorité de régulation modifie la relation d'agence classique entre les actionnaires et les dirigeants. Louizi (2006) parle d'une asymétrie d'information additionnelle contrariant l'efficacité des mécanismes de gouvernance. Par rapport à ce dernier point, certains auteurs se sont interrogés sur l'efficacité et le rôle des mécanismes internes de gouvernance, notamment les CA, dans un secteur bancaire fortement réglementé. Ainsi, deux hypothèses sur le lien entre CA et réglementation bancaire ont été soulevées : il s'agit de l'hypothèse de substitution et de l'hypothèse de complémentarité. Selon la première hypothèse, la réglementation du secteur bancaire va se substituer aux mécanismes internes de gouvernance pour le contrôle des actions managériales. Ainsi, les actionnaires ne vont pas dupliquer les efforts des régulateurs pour la surveillance du management (Adams et Mehran, 2003). Malgré que cette hypothèse ne soit pas très largement testée, certains résultats paraissent aller dans le sens que la régulation du secteur agit comme substitut à la forte vigilance des CA. Joskow et al. (1993), examinant un échantillon de 2000 firmes américaines entre 1970 et 1990, trouvent que les dirigeants des firmes appartenant à des industries caractérisées par une forte réglementation reçoivent

une rémunération globale plus faible que celle des autres firmes. Ces auteurs affirment donc que cette limitation de la rémunération est le reflet de l'implication du régulateur pour contrôler la discrétion du management. Dans le même sens, Kole et Lehn (1999) analysent le système de gouvernance dans le secteur de transport aérien américain après la déréglementation de celui-ci en 1978. Leurs résultats montrent que certaines caractéristiques telles que la structure des conseils et le niveau de rémunération, après la déréglementation, convergent avec celles des firmes faiblement régulées (conseils indépendants, absence de dualité, etc.). Toujours en accord avec l'hypothèse de substitution, Adams et Ferreira (2006) trouvent que les administrateurs des banques aux Etats-Unis se réunissent moins souvent que ceux des firmes non-bancaires.

Toutefois, d'autres études semblent incompatibles avec cette hypothèse de substitution. Elles tendent vers une complémentarité entre les deux mécanismes. Ainsi, Becher et Frye (2007) relèvent sur un échantillon de 400 entreprises américaines entre 1993 et 1998 que celles qui sont plus régulées possèdent des CA plus indépendants que les autres et n'utilisent pas moins les rémunérations incitatives. L'argument soutenu par l'hypothèse de complémentarité entre les mécanismes internes de gouvernance et la présence de la réglementation tient à la volonté des autorités de régulation de protéger les intérêts des différents investisseurs, ce qui se traduit par un renforcement des mécanismes internes de gouvernance, tels que des conseils plus indépendants (La Porta et al., 2002 ; Nenova, 2003). Selon Becher et Frye (2007), même si les régulateurs ne prennent pas directement des mesures concernant la structure de gouvernance des entreprises, leur présence et implication impose aux établissements régulés d'adopter une structure plus productive.

1.2. La spécificité de la gouvernance bancaire octroi-t-elle un rôle plus important aux conseils ?

Les administrateurs sont plus compétents pour dénouer les conflits dans les banques que dans les firmes industrielles (Macey et O'Hara, 2003). D'ailleurs, les insuccès des conseils et des équipes managériales sont incontestablement l'une des principales causes de la faillite de plusieurs banques dans le monde, comme nous l'avons évoqué au paragraphe précédent. Ainsi, le fait de mieux connaître les méthodes particulières selon lesquelles les banques sont et doivent être gouvernées, c'est-à-dire gérées de l'intérieur, aiderait à prévenir ces faillites et à éviter les énormes coûts financiers et sociaux qui en découlent (Louizi, 2006). Dans ce sens, Datar (2004) souligne le besoin d'incomber au CA des responsabilités et des engagements stricts. Ces derniers portent globalement sur la nomination, le contrôle et éventuellement la révocation des dirigeants. Il définit, en plus, les objectifs à long et moyen termes et les plus importantes politiques et veille à leur application. Il s'agit

notamment des décisions d'investissements et de crédits pouvant affecter la structure des coûts de la banque. Par ailleurs, le conseil tient compte des intérêts des partenaires reconnus dont les dépositaires et oriente les activités et les comportements dans le respect des lois et des dispositions réglementaires (Noyer, 2005). De même, il joue un rôle crucial dans la détermination de la structure de propriété de la banque et de sa performance.

En tant qu'organe d'approbation, le CA aide les dirigeants dans leur processus de prise des décisions. De plus, la fiabilité des mécanismes assurant que les banques sont bien gouvernées et que toute sorte de défaillances qu'elles soient managériales, techniques et morales sont évitées, est une condition décisive pour la qualité de gouvernance des banques. Cette dernière décrit la manière dont les affaires et l'activité de ces institutions sont gérées par le CA (Louizi, 2006). Ainsi, pour mener à bien ses missions, le conseil coopte des experts externes pour apporter leurs connaissances et leurs expertises bien nécessaires à la gestion des risques bancaires (Johnson et al., 1999). Dans le même sens, Godard et Schatt (2000) ajoutent que les administrateurs sont à l'origine de transactions favorables grâce à une coordination accrue entre les banques, à une réduction des coûts de transaction et à un accès facilité à l'expertise.

Par ailleurs, la loi confère au conseil de la banque un rôle déterminant et les autorités de réglementation et de supervision lui fixent des responsabilités qui sont supérieures à celles des autres firmes, ce qui traduit la volonté des autorités d'avoir des institutions financières saines, compte tenu du risque systémique soulevé précédemment. Néanmoins, comme le remarquent Rachdi (2010) et Louizi (2006), parfois les objectifs des autorités peuvent ne pas coïncider avec ceux des actionnaires de la banque. Avec un tel conflit d'intérêts, les autorités attendent du conseil de jouer un rôle de médiateur et de concilier entre les deux parties en assurant à la fois la performance de la banque, sa sécurité et sa solidité. Pour Nam (2004), le conseil est responsable de l'efficacité des mécanismes de gouvernance, particulièrement des systèmes internes de contrôle. Il doit s'assurer de l'efficacité des procédures de contrôle mises en place pour gérer les différentes situations de risque auxquelles la banque serait exposée (crédit, taux d'intérêt, marché, liquidité, risque opérationnel, réputation de la banque, risque légal et stratégique). Dans le même ordre d'idées, Bies (2002) affirme que le CA doit s'assurer que la banque possède des processus d'audit et de contrôle interne effectifs et adéquats à la nature et à l'étendue de son activité. En outre, Louizi (2006) ajoute que le principe de la fonction d'audit est que les informations reçues par les administrateurs soient impartiales, objectives et non influencées par les managers. De plus, et dans la lignée de l'hypothèse de substitution évoquée au paragraphe précédent, Becher et al. (2004) relèvent que la déréglementation a accru le besoin d'exercer plus de contrôle par les mécanismes internes de gouvernance, notamment par le CA. En effet, les autorités de réglementation incombent à cet organe une grande responsabilité de

surveillance puisque la nature unique et spécifique du secteur bancaire le fait exposer à d'importants problèmes d'aléa moral (Louizi, 2006).

Par ailleurs, la capacité du CA à remplir ses rôles de manière optimale dépend de ses caractéristiques et organisation internes. John et Senbet (1998) soulignent que la composition du conseil influence la distribution des pouvoirs au sein des banques. Par rapport à cette question de pouvoir, Becher et Frye (2004) retiennent, toutefois, que les dirigeants des banques devraient avoir plus de pouvoir par rapport à leurs CA pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le fait que les banques soient responsables de l'allocation des capitaux renforce la position de leurs dirigeants qui deviennent connectés à plusieurs firmes dépendant des financements offerts. Ensuite, la logique de cooptation des administrateurs des banques semble dépasser leur seule capacité de contrôle à d'autres fonctions inhérentes à leurs expertises, notamment en matière de réglementation et de développement des affaires. Puis, l'augmentation de la taille et de l'étendue des F&A bancaires consolide aussi le pouvoir des dirigeants. Enfin, ces derniers jouissent d'un capital humain bien estimable grâce à leur expertise dans le domaine. En utilisant des indices communs du pouvoir du dirigeant, Becher et Frye (2004) trouvent que les dirigeants des banques sont plus puissants que les dirigeants des firmes non bancaires, en l'occurrence suite à la déréglementation du secteur bancaire aux Etats-Unis à la fin des années 90.

Globalement, et concernant l'implication des conseils dans les activités des banques, Macey et O'hara (2003) avisent qu'ils doivent évaluer leurs décisions en observant si elles affectent la capacité de leur institution à payer ses dettes même celles issues de l'activité courante. Ils doivent s'assurer, en outre, que leurs décisions n'augmentent pas réellement le risque de la banque, mesuré par la variation des retours sur investissements, et qu'elles n'altèrent pas la position du capital de la banque, mesurée par le taux d'endettement. De même, Macey et O'hara ajoutent qu'en cas de faillite, les membres du CA doivent considérer les intérêts des créiteurs dont les dépositaires avant les intérêts des actionnaires.

Nous verrons, à présent, en quoi consiste l'implication des conseils des entreprises et des banques en particulier dans les opérations de F&A.

1.3. Rôle des conseils des établissements bancaires dans les F&A

Etant donné la place centrale qu'occupent les banques dans l'économie d'un pays, tout événement d'une certaine ampleur induit l'implication des différents acteurs internes et externes de l'établissement. Ainsi, les rapprochements entre banques doivent être obligatoirement précédés par une décision favorable de la part de l'Etat, ou des Etats, concernés par l'opération. De ce fait, le

contexte des F&A dans le secteur financier constitue un terrain propice à l'analyse des différents conflits d'intérêts, dans la mesure où il met en jeu diverses parties prenantes avec des objectifs divergents (Brook et al., 2000). Avec de tels conflits, les autorités attendent du conseil de jouer un rôle de médiateur et d'arbitre en conciliant entre l'ensemble des composantes de la banque de manière à assurer à la fois sa performance, sa sécurité et sa solidité. Ceci rejoint l'hypothèse de complémentarité, soulevée précédemment, et vérifiée par Cotter et al. (1994) ainsi que Brickley et James (1997). Pour ces derniers, plus les opérations de F&A bancaires sont actives dans un Etat américain, et plus les établissements sont dotés de conseils plus indépendants et se réunissant plus fréquemment.

Globalement, le rôle des administrateurs dans les F&A est de conseiller la direction sur l'orientation stratégique de la banque et de contrôler ses décisions dans l'intérêt des divers ayants-droit, tout en respectant les consignes réglementaires des autorités. Toutefois, ce rôle central peut être entaché selon Gertner (2000) par le manque d'informations dont dispose cet organe pour exercer un jugement fort et indépendant sur la transaction. Ainsi, à défaut d'informations, les CA sont rarement en mesure de remettre en cause les fondements d'une opération et d'identifier les erreurs d'analyse de la direction ainsi que les problèmes importants passés inaperçus. Armour (2002) dresse une liste de questions pratiques que le CA doit considérer pour évaluer une stratégie de F&A. Nous les présenterons dans l'encadré ci-après :

Tableau 5 : Evaluation d'une F&A par le CA
<p>(1) Les bénéfices potentiels du deal justifient-ils le risque pris et l'engagement du management ?</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'opération générera-t-elle des rendements supérieurs pour l'actionnaire ? • Quel est le niveau de risque des opportunités que le deal cherche à saisir ? • Combien de temps le management passerait sur l'opération ? • Existe-t-il d'autres initiatives ou engagements qui seraient occultés par ce deal ?
<p>(2) Est-ce que la logique stratégique de l'opération est fondée ?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Est-ce que la F&A est basée sur un <i>business model</i> justifié ? • L'achèvement de la transaction permettrait-il à l'acquéreur une meilleure profitabilité et part de marché ? • Comment le management utiliserait-il l'acquisition pour développer l'avantage compétitif du groupe ? • Cet avantage compétitif et l'amélioration des indicateurs financiers qui lui correspondent sont-ils réalistes relativement à l'état de la concurrence dans le secteur ?
<p>(3) Le plan d'intégration est-il bien conçu ?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les opportunités de création de valeur que le management entend saisir sont-elles claires et bien spécifiées ? • La responsabilité de chacun est-elle bien définie ?
<p>(4) Les cadres supérieurs ont-ils établi un modèle de gestion commun pour assurer le succès à long terme de la transaction ?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les deux équipes managériales s'accordent-elles sur la définition du succès ? • Existe-t-il un arrangement sur le meilleur moyen de mesurer la performance ? • Y a-t-il un «<i>agenda management</i>» commun, définissant les priorités post-F&A ?

Source : Armour (2002)

Il ressort de ces questions que le rôle des administrateurs en matière de F&A est de s'assurer de la pertinence du choix stratégique de la direction et du réalisme des opportunités et des indicateurs de performance recherchés. Ils doivent aussi veiller à ce que les étapes d'intégration soient bien spécifiées, car cette étape est souvent à l'origine de l'insuccès d'une transaction. Ainsi, les opérations de F&A constituent l'un des aspects les plus importants de la responsabilité du CA, dans la mesure où elles peuvent être une véritable source de création ou de destruction de valeur.

Par ailleurs, et comme il ressort de la littérature, l'influence du conseil sur une opération de F&A dépend fortement des caractéristiques de cet organe, telles que la forme, la taille et la composition. C'est l'objet du paragraphe suivant.

2. Liens entre structure des conseils des banques acquéreuses et leurs rendements boursiers anormaux

Comme nous l'avons déjà souligné, l'influence des caractéristiques du conseil sur la performance peut être analysée empiriquement selon trois démarches : une démarche fondée sur la présence d'administrateurs externes au sein du conseil, une démarche fondée sur le cumul des fonctions de président du conseil et de directeur général et une démarche fondée sur la taille du CA (Caby et Hirigoyen, 2001). Ces trois caractéristiques seront analysées au regard de la performance des F&A. Elles seront par ailleurs complétées par deux autres caractéristiques. La première est liée à la forme du conseil, à savoir l'impact que pourrait avoir l'adoption du système bicaméral à la place du système traditionnel sur la performance d'un *deal*, et la seconde porte sur l'un des aspects incitatifs de la gouvernance, à savoir l'actionnariat des membres du conseil.

2.1. Incidence de la forme et de la composition des conseils des banques acquéreuses

Nous verrons dans ce paragraphe comment la littérature cerne le lien entre, d'une part, la forme du conseil, la dualité de direction, la taille du conseil et la nature des membres y siégeant, et d'autre part, la performance boursière post-acquisition de l'acquéreur.

2.1.1. Influence de la forme du conseil de l'acquéreur

Les codes de gouvernance d'entreprise préconisent que le conseil doit présenter une certaine indépendance par rapport au management en veillant au contrôle des décisions et des actions de celui-ci. Toutefois, un grand nombre d'auteurs, représentant principalement la théorie de l'agence, ont affirmé que l'incapacité des conseils à exercer leur rôle de contrôle provient de leur domination par les dirigeants. En effet, en détenant le pouvoir de décision et de contrôle, les dirigeants jouissent d'une grande influence sur les affaires des entreprises qu'ils dirigent.

Face à cette forme de leadership, l'ensemble des rapports professionnels établis visait à renforcer le pouvoir et la légitimité du conseil afin d'accroître son efficacité. Selon Lorsch (1989), l'existence d'un leader au sein du conseil différent du dirigeant pourrait significativement aider les administrateurs à prévenir les difficultés et d'agir en cas de crise. Ainsi, la traduction de cette séparation de « pouvoir » et de « contre-pouvoir » peut s'établir, soit, en désignant deux personnes différentes à la tête du CA et de la direction de l'entreprise, ou soit en optant pour un conseil de surveillance et un directoire. En France, le système d'organisation des pouvoirs est flexible, car il

offre aux entreprises la possibilité de choisir entre les trois types d'organisations : (1) un CA avec un président-directeur général : une grande partie des pouvoirs est alors concentrée entre les mains d'une seule personne qui, à la fois, préside le conseil et assure la direction générale de l'entreprise. Cette structure, dite moniste, est celle adoptée par environ la moitié des groupes français ; ensuite, (2) l'organisation autour d'un CA avec un président (non exécutif) et un directeur général séparé (structure adoptée par environ un quart des groupes français) ; et enfin, (3) la structure bicamérale à conseil de surveillance et directoire qui a la faveur du dernier quart des groupes français³¹.

Nous aborderons ultérieurement les deux premiers cas, de présence et d'absence de dualité de direction. Dans le présent point, nous allons mettre l'accent sur le dernier cas qui concerne le choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance.

➤ *Déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance*

Du point de vue théorique, les défenseurs de la non séparation des fonctions de décision et de contrôle se rattachent principalement à la théorie de l'intendance « *stewardship theory* ». Ils stipulent qu'elle devrait conduire à une meilleure performance dans la mesure où elle présente un *leadership* clair lors de la définition et l'implémentation de la stratégie. Ainsi, pour les tenants de cette perspective, la dissociation des fonctions dilue le pouvoir du dirigeant et augmente la probabilité que les actions et les attentes du dirigeant et du conseil soient en contradiction. Dans ce sens, Brickley et al. (1997) avancent que la forme « conseil de surveillance » peut induire deux types de coûts d'agence : des coûts de contrôle du comportement du président et des coûts d'information liés au transfert de celle-ci entre le dirigeant et le président du conseil. Godard (1998) soulève un autre inconvénient du système dual inhérent à l'absence de surveillance mutuelle entre dirigeants au sein du conseil. Pour cet auteur, la forme bicéphale à directoire et conseil de surveillance ne permet pas un meilleur contrôle mutuel, car le conseil de surveillance exclut par définition les membres de l'équipe dirigeante. A contrario, le CA permet l'exercice de la surveillance mutuelle puisqu'il autorise la présence de plusieurs membres de l'équipe dirigeante en son sein (administrateurs internes).

Par ailleurs, et comme nous l'avons déjà soulevé, les défenseurs de la séparation des fonctions de décision et de contrôle empruntent leurs arguments de la théorie de l'agence. Ils soutiennent que l'opportunisme managérial pourrait être atténué grâce au système dual.

Sur le plan empirique, l'efficacité des deux structures de conseil a été analysée par rapport aux décisions prises par celui-ci. Selon Godard (1998), trois principales décisions sont mises en relation

³¹ Cf. Vernimmen 2011 (Chapitre 47).

avec la forme du conseil : le changement des dirigeants, la sélection des administrateurs et l'adoption de « pilules empoisonnées ».

Par rapport au premier type de décision, Harrison et al. (1988) ainsi que Fizez et al. (1990) soutiennent que le taux de rotation des dirigeants est significativement plus élevé dans le cas de conseil de surveillance ou de CA avec absence de dualité. Pour ces auteurs, la capacité du conseil à remplir sa fonction disciplinaire est renforcée par la séparation des fonctions de direction et de contrôle. Quant à la cooptation de nouveaux administrateurs, Westphal et Zajac (1995) trouvent que la forme traditionnelle du CA est positivement associée au choix d'administrateurs ayant des caractéristiques démographiques³² similaires à celles du dirigeant. La domination du dirigeant, dans le cas de la dualité, lui permettrait donc de nommer des membres susceptibles d'adopter un comportement en sa faveur, étant donné les similitudes qui les rapprochent. A partir de 413 firmes du « Fortune 500 », Westphal et Zajac (1995) relèvent que le système moniste traditionnel est significativement et positivement relié à la similitude entre le dirigeant et le nouvel administrateur pour toutes les dimensions démographiques analysées, à l'exception du niveau d'étude.

Pour le troisième type de décision, l'adoption de « pilules empoisonnées » est positivement associée à la structure moniste du conseil (Mallette et Fowler, 1992). Cette mesure, qui vise à rendre l'acquisition « indigeste », peut être interprétée comme une stratégie d'enracinement du dirigeant, rendue possible, selon les auteurs, par l'inefficacité du contrôle exercé par le conseil.

Par ailleurs, certains auteurs ont analysé les facteurs qui déterminent le choix des firmes d'adopter une forme de conseil à la place d'une autre. En effet, au-delà des aspects institutionnels, à travers l'ensemble des rapports professionnels de gouvernance prônant l'indépendance et la dissociation des pouvoirs au sein des conseils, d'autres paramètres peuvent aussi entrer en jeu pour justifier le choix d'une structure de conseil. Le modèle avancé par Godard (1998) met en avant quatre déterminants majeurs : la performance de la firme, sa structure de propriété, sa date de création et son secteur d'activité.

Concernant le premier facteur, Godard cherche à établir une relation entre la mauvaise performance d'une entreprise et le choix de celle-ci d'opter pour la forme bicamérale à conseil de surveillance. En effet, compte tenu de la littérature montrant la supériorité du conseil de surveillance sur le CA en terme de performance (nous y reviendrons au point suivant), l'auteur suggère que les firmes les moins performantes sont plus susceptibles de choisir, afin d'améliorer leurs situations, la forme bicamérale que celles plus performantes. Toutefois, sur son échantillon d'entreprises françaises cotées, Godard ne trouve pas de relation entre la sous-performance des entreprises, mesurée par la rentabilité boursière moyenne sur la période 1987-1989, et le choix de la structure du conseil.

³² Westphal et Zajac (1995) ont retenu quatre mesures pour les caractéristiques démographiques : l'âge de l'administrateur, son expertise, son niveau d'étude et son origine interne ou externe.

Finkelstein et Aveni (1994) ne parviennent pas à leur tour à valider une quelconque relation entre la performance et la forme du conseil. Leur hypothèse de départ s'appuie sur un raisonnement contraire à celui de Godard. Ils suggèrent que la mauvaise performance accentue le besoin d'un dirigeant puissant capable de mettre en place les mesures nécessaires, ce qui penche en faveur du cumul des pouvoirs de gestion et de contrôle.

Le second déterminant analysé par Godard (1998) est la structure de propriété. Selon Charreaux (1991), le rôle du conseil dans le contrôle est plus ou moins actif selon l'actionnariat des entreprises. En effet, le pouvoir de contrôle du conseil de surveillance devrait être d'autant plus fort que la structure de propriété est concentrée. Godard suggère dans son modèle que l'étroitesse du contrôle des actionnaires incite ces derniers à privilégier la forme conseil de surveillance qui leur donne seulement la possibilité de proposer la révocation des membres du directoire à l'assemblée des actionnaires. Le système de gouvernance en Allemagne semble appuyer cette hypothèse. Dans ce pays où la forme bicamérale est la plus répandue, la concentration de la propriété est très forte. Toutefois, les résultats de Godard (1998) indiquent que la concentration de l'actionnariat n'est pas un facteur déterminant de la forme du conseil.

La date de création de l'entreprise a été aussi introduite comme variable explicative de la structure du conseil. Sur son échantillon de firmes cotées françaises, Godard suggère que les entreprises créées après 1967, date d'introduction de la forme conseil de surveillance et directoire en France, sont plus susceptibles d'adopter cette forme duale. Les résultats de cet auteur ne confirment pas en revanche cette relation.

Enfin, le secteur d'activité pourrait également expliquer le choix de la forme du conseil la plus appropriée. Boyd (1995) soutient qu'une entreprise dans un environnement instable a besoin d'un dirigeant puissant et d'un processus de prise de décision rapide. De ce fait, pour répondre au dynamisme du secteur, les entreprises doivent créer des structures simples, notamment en termes d'unicité du pouvoir, ce qui semble plus favorable à l'adoption d'un CA. Par rapport à ce constat, Godard (1998) trouve que la forme traditionnelle à CA est plus fréquente dans le secteur financier (97% des banques de son échantillon). Selon l'auteur, la complexité du secteur financier amène les établissements à adopter la structure traditionnelle permettant de faciliter l'action efficace et rapide des dirigeants. Un conseil de surveillance serait alors une entrave à l'action dans un secteur aussi complexe et opaque. Toutefois, ce point de vue n'est pas partagé par Adams et Mehran (2003). Ces derniers trouvent que la forme du conseil du holding bancaire est fortement corrélée à l'organisation de ce dernier. Ainsi, l'expansion régionale des activités du holding nécessite l'augmentation de la taille de son conseil pour inclure tous les représentants régionaux afin de mieux coordonner leurs actions. Le conseil de surveillance est le mieux adapté à cette situation selon les auteurs. Dans le

même ordre d'idées, Shyy et Vijayraghavan (2000) notent que lors des F&A, la structure bicamérale est la plus apte à combiner les membres des deux entités unifiées dans le conseil de surveillance alors que le directoire reste intact. Cette réorganisation a pour but d'obtenir une meilleure efficacité opérationnelle tout en gardant les dirigeants compétents de la firme cible.

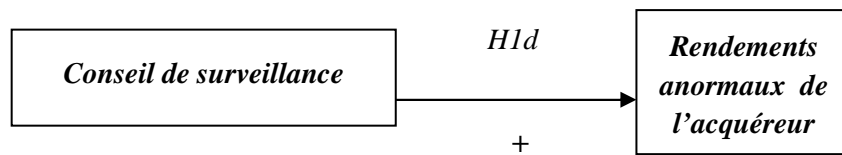
➤ *Forme du conseil et performance des banques acquéreuses*

L'efficacité des deux structures de conseil a également été testée en évaluant leur incidence sur la performance des entreprises. Les auteurs font le plus souvent l'hypothèse selon laquelle les entreprises qui choisissent un conseil de surveillance enregistrent une performance supérieure à celles qui choisissent un CA, et ce, conformément à la théorie de l'agence. Selon Prowse (1997), le système bicaméral peut faire augmenter le contrôle des dirigeants et diminuer les problèmes d'agence.

Toutefois, les résultats divergents ne permettent pas de conclure clairement en faveur d'une forme de conseil. De plus, les études diffèrent au regard des mesures de performance utilisées (mesures comptables, mesures boursières, faillite). Selon une synthèse faite par Godard (1998) sur le lien 'forme du conseil/performance', l'auteur montre que les études empiriques antérieures ne sont pas toujours en faveur d'une influence positive de la structure duale, même s'ils semblent lui donner un avantage supérieur. Ces travaux concluent, soit en faveur des entreprises ayant un conseil de surveillance, soit à l'absence de relation entre le type de conseil et la performance. L'explication de cette différence de résultats est sans doute due aux déterminants évoqués précédemment, et qui se rapportent aux caractéristiques des entreprises et de leurs environnements.

Quant à la performance des stratégies de F&A, il n'existe à notre connaissance aucune étude dressant le lien entre le succès ou l'échec de ces opérations et la forme du conseil de l'acquéreur ou de la cible. Nous formulerons, par conséquent, une hypothèse conforme aux prescriptions de la théorie de l'agence, en tant que cadre théorique de référence. Selon celle-ci, la séparation des fonctions de décision et de contrôle permet une meilleure évaluation et appréciation des actions du management. Cette séparation, se traduisant par l'adoption d'un directoire et conseil de surveillance, a pour objectif de renforcer le pouvoir et la légitimité du conseil afin d'accroître son efficacité. Ainsi, la forme bicamérale du conseil pourrait constituer un signal positif sur le marché financier, notamment à l'occasion d'annonce d'événement de grande importance. Nous pouvons donc formuler l'hypothèse H1d suivante :

Hypothèse H1d : la forme bicamérale à directoire et conseil de surveillance d'une banque acquéreuse a une influence positive sur la performance boursière de celle-ci.



2.1.2. Dualité de direction au CA et performance de l'acquéreur

La dualité est définie comme la nomination de la même personne, sur la même période, aux deux postes de Directeur Général et de Président du conseil. En effet, la dissociation des deux fonctions de gestion et de contrôle peut se traduire aussi bien par un conseil de surveillance et directoire que par un CA avec séparation des fonctions de président et de directeur général.

Dans la littérature, nous distinguons, comme pour le cas de la forme du conseil, deux approches concurrentes. D'une part, la perspective de l'agence associant la dualité à une mauvaise performance, et d'autre part, l'approche de l'intendance soutenant que le cumul des deux fonctions renforce le leadership et évite une mauvaise communication. Nous aborderons, dans un premier temps, ces deux approches avant de voir l'association pouvant exister entre la dualité et la performance enregistrée par l'initiateur à l'annonce d'une acquisition.

➤ *Perspectives théoriques*

Le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA permet aux dirigeants, selon les théoriciens de l'agence, de défendre plus aisément les projets qu'ils ont initiés et mis en œuvre, même si ceux-ci ne créent pas de valeur pour les actionnaires (Thaddée et Ndonzuau, 2000). En fait, il est difficilement concevable qu'un président de conseil se sanctionne en tant que directeur général. De plus, la capacité à influencer la nomination ainsi que la durée des mandats des autres membres du conseil augmente quand le dirigeant cumule les deux fonctions (Godard et Schatt, 2001). Par ailleurs, la cooptation d'administrateurs affiliés est facilitée en cas de cumul des fonctions, ce qui peut également constituer un risque pour les actionnaires (Jensen, 1993). Ainsi, pour les tenants de la perspective de l'agence, le poste de PDG est extrêmement précieux pour poursuivre une stratégie d'enracinement et bénéficier de ses privilèges. Paquerot (1997) explique qu'en plus d'une rémunération complète, ce poste permet au dirigeant de conclure plus facilement des contrats implicites avec les partenaires. Il dispose à cet effet d'un contrôle direct sur les actifs et peut les

utiliser pour valoriser son capital humain. Le PDG peut aussi accroître son avantage informationnel sur les membres du conseil et renforcer la sécurité de son emploi.

En revanche, dans la théorie de l'intendance (*stewardship*), le cumul des deux fonctions présente des avantages. Il évite notamment une mauvaise communication (un seul responsable s'exprime) et offre plus de flexibilité pour saisir des opportunités.

Les travaux antérieurs ne permettent pas de confirmer la supériorité d'une structure sur l'autre. Selon Fosberg et Nelson (1999), les entreprises ayant une même personne occupant les deux postes de dirigeant et de président du CA présentent une meilleure performance. De leur côté, Rechner et Dalton (1991) trouvent, a contrario, que les rentabilités comptables sont supérieures en cas de dissociation des fonctions, mais les rentabilités boursières ne diffèrent pas significativement. Baliga et al. (1996) confirment l'absence de différences de création de richesse entre les deux types de structure.

Dans le cas des banques, peu d'études ont traité l'impact de la dualité sur leurs performances. Pi et Timme (1993) révèlent que dans le cas de la dualité de direction, l'efficience et le rendement des actifs de la banque sont plus faibles. Ils trouvent, dans les grandes banques commerciales américaines, qu'avec la dualité, les conflits du principal/agent peuvent être exacerbés à cause de la consolidation du processus de contrôle et de décision, ce qui influence négativement la performance de la banque. Quant à Fogelberg et Griffith (2000), ils ne remarquent aucun impact de la dualité sur la performance des banques. Ils expliquent en outre que l'octroi d'un titre supplémentaire au dirigeant n'affecte pas nécessairement la performance. Nous allons à présent dresser le lien entre la dualité de direction et la performance, mais cette fois-ci, à l'occasion des opérations de F&A.

➤ *La dualité de direction dans les banques acquéreuses et création de valeur*

Desai, Kroll et Wright (2003) étudient la relation entre la dualité de direction et la performance d'une acquisition. Cette relation a été cernée par les auteurs de manière directe et aussi indirectement à travers l'influence de la dualité sur la nature du contrôle exercé par les administrateurs externes et par conséquent sur les rendements anormaux d'une acquisition. En ce qui concerne le lien dualité/performance F&A, la théorie de l'agence suppose que la présence de dualité influence négativement cette performance (Mortazavi, 1993 ; Masulis et al., 2007). Cette hypothèse est soutenue par le fait que la non séparation entre la fonction de décision (initiation et mise en œuvre de la stratégie) et de contrôle des décisions (ratification et contrôle de la stratégie) entraîne des coûts d'agence impactant négativement la performance de la stratégie implémentée. Cela signifie, conformément à cette approche, que le niveau le plus élevé dans la structure de contrôle des décisions

(le CA) ne devrait pas être occupé en même temps par le niveau le plus élevé des décisions (le directeur général) (Fama et Jensen, 1983). En revanche, la théorie du *stewardship* suppose quant à elle une association positive entre la dualité et la performance d'une opération (Donaldson et Davis, 1991). Une telle hypothèse émane, comme nous l'avons déjà noté, du renforcement du leadership accentué par une meilleure vision stratégique, une communication claire et complète et une meilleure réactivité de l'établissement.

Les résultats de Desai et al. (2003) vont dans le sens de la première hypothèse et rejoignent ainsi les conclusions de Mortazavi (1993) et Masulis et al. (2007). Ils trouvent une relation positive et significative entre les rendements anormaux cumulés et l'absence de dualité dans 149 firmes américaines impliquées dans des opérations de F&A.

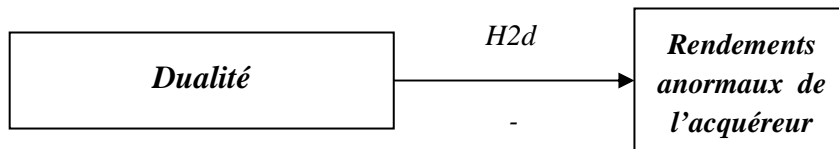
Dans le secteur bancaire, les études analysant le lien dualité/performance F&A sont très rares et concernent pour la plupart des établissements américains. Nous pouvons citer, par exemple, les travaux de Hagedorff, Collins et Keasey (2008). Ces auteurs ont analysé certaines caractéristiques de la structure de leadership de 95 banques aux Etats-Unis. Toutefois, leurs résultats ne mettent en évidence aucun impact de la présence ou l'absence de dualité sur les rentabilités anormales.

Par ailleurs, comme introduit plus haut, l'influence du cumul des fonctions de président et directeur général sur la performance d'une F&A a été aussi appréhendée en introduisant une variable intermédiaire qui est la proportion des membres externes. Le but de cette analyse est de cerner le rôle que pourrait jouer ces administrateurs en matière de contrôle stratégique dans le cas de présence ou d'absence de dualité. Autrement dit, comment la détention du pouvoir de décision et de contrôle par le PDG influencerait-elle la nature de l'implication stratégique des membres externes ? En effet, les théoriciens de l'agence suggèrent que l'absence de dualité peut partiellement se substituer au contrôle des membres externes pour la résolution des problèmes d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cela implique donc que chaque mécanisme de gouvernance peut agir individuellement pour résoudre ces problèmes (Rediker et Seth, 1995 ; Walsh et Seward, 1990). L'hypothèse formulée par Desai et al. (2003), est qu'en l'absence de dualité de direction, les membres internes peuvent apporter une meilleure contribution en matière d'implication stratégique. La possession de connaissances spécifiques à la firme leur permettrait de s'opposer aux décisions du directeur qui n'a plus le pouvoir de ratification de président. Toutefois, leurs résultats présentent une situation inverse mais conforme à la perspective d'agence. Ils trouvent que le pourcentage des membres externes est positivement associé à la performance des firmes acquéreuses dans le cas de dualité de direction. Ce constat démontre que la proportion des administrateurs externes, en tant que mécanisme de gouvernance, s'est substituée à l'autre mécanisme de gouvernance qui est la séparation entre les deux fonctions. Ainsi, selon Desai et al., la présence de dualité justifie que les administrateurs externes siègent en

proportion significative au CA. L'indépendance et l'objectivité de jugement que ces acteurs peuvent apporter à l'évaluation d'une acquisition explique les rendements anormaux positifs qui sont associés à leur présence. De ce fait, un conseil dominé par des administrateurs internes désapprouvera difficilement les décisions du directeur lorsqu'il est aussi président du conseil car cela pourrait compromettre l'avenir et la carrière de ces membres, dont le capital humain est spécifique à l'entreprise.

Dans le présent travail, nous analyserons la relation dualité/performance de l'acquéreur à l'annonce d'une opération de F&A. Ainsi, conformément à la perspective de l'agence, nous pouvons supposer que :

Hypothèse H2d : *le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil a une influence négative sur les rendements boursiers de l'acquéreur.*



2.1.3. Influence de la taille du conseil de l'acquéreur

Deux perspectives sont souvent mobilisées par les auteurs pour analyser l'incidence de la taille des conseils des firmes. D'une part, la perspective disciplinaire de l'agence, qui est favorable à des conseils de taille réduite, et d'autre part, la perspective de la dépendance des ressources, qui est à l'inverse de la première, favorable à des conseils de grande taille. Nous évoquerons, dans un premier temps, ces deux conceptions théoriques avant de voir comment la taille du conseil d'une banque acquéreuse influence la performance boursière post-acquisition de celle-ci.

⇒ *Débats théoriques*

Dans la vision disciplinaire du CA, représentée par la perspective de l'agence, Jensen (1993) estime que les conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs favorisent la domination des dirigeants et crée éventuellement des conflits d'intérêt entre les administrateurs et les managers. Ainsi, la protection des intérêts des actionnaires serait moindre. En effet, selon la théorie de l'agence, il est possible de rencontrer de plus grands désaccords lorsque le conseil est de grande taille. Ginglinger (2003) souligne l'inefficacité des conseils de grande taille dans l'exercice du contrôle des

dirigeants. Selon l'analyse de Jensen (1993), l'ajout d'un administrateur supplémentaire a deux effets contraires. Il tend à augmenter la capacité de contrôle du conseil ; toutefois, ce rôle est contrebalancé par le coût marginal d'un administrateur supplémentaire en termes de communication et de prise de décision. Le coût marginal serait croissant à mesure que le nombre d'administrateurs croît, alors que le gain en termes de contrôle aurait le comportement inverse. Ainsi, pour les théoriciens de l'agence, l'inefficacité des conseils de grande taille provient des difficultés de communication et de coordination entre les membres du conseil, ce qui rend le processus de prise de décision plus lourd, d'autant plus que les administrateurs octroient une grande marge de manœuvre aux dirigeants pour se comporter d'une façon opportuniste.

Certaines recherches ont alors conclu sur cet impact négative de la taille du CA sur l'efficacité et la performance de cet organe (Jensen, 1993 ; Yermak, 1996 ; Eisenberg et al., 1998 ; Hermalin et Weisbach, 2003 ; Fourgon et al., 2002). Ces études américaines soutiennent que, plus les conseils sont grands, plus le pouvoir individuel des administrateurs et leur implication dans les décisions stratégiques est réduit. Lipton et Lorsch (1992) révèlent qu'aux Etats-Unis, les conseils des banques ayant un nombre réduit d'administrateurs, ont une fonction de contrôle plus efficace par rapport aux conseils de grande taille qui présentent des difficultés quant à la coordination de leurs efforts de supervision et qui incitent les managers à poursuivre leurs propres intérêts.

En revanche, à l'opposé des théoriciens de l'agence, plusieurs auteurs ont insisté sur l'effet positif d'un conseil de grande taille (Forbes et Milliken, 1999 ; Dalton et al., 1999). Pour eux, la capacité ajoutée aux plus grands conseils peut être plus importante que l'augmentation des problèmes de communication, de coordination et de prise de décision. Les arguments utilisés par ces auteurs sont, en général, empruntés à la théorie de la dépendance des ressources. Selon cette approche, le CA est un moyen de créer des liens avec l'environnement et d'absorber l'incertitude environnementale (Godard et Schatt, 2000). Plus l'incertitude est grande, plus la prise de décision requiert des informations nombreuses et difficiles à obtenir. Les nombreux administrateurs, en possession de connaissances spécifiques, sont à l'origine de transactions favorables grâce à une coordination accrue entre les banques, à une réduction des coûts de transaction et un accès facilité à l'expertise.

Certains résultats empiriques confirment l'hypothèse d'une plus grande performance des banques disposant de conseils avec un nombre élevé d'administrateurs. En particulier, Adams et Mehran (2005) ont étudié la relation entre la taille du CA et la performance des banques américaines. Ils concluent que les banques, ayant un conseil plus large, ne sont pas moins performantes que leurs pairs au regard de la performance mesurée par le Q de Tobin. Ils concluent donc que les contraintes sur la taille du CA dans le secteur bancaire peuvent être contreproductives.

➤ *Taille du conseil de l'acquéreur et création de valeur*

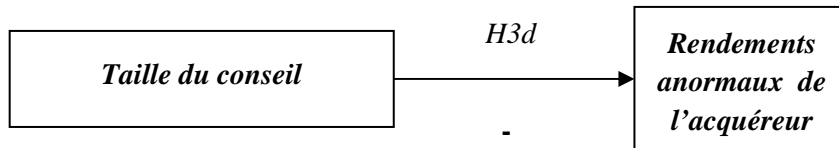
Compte tenu du débat théorique ci-dessus, Jensen (1983) affirme qu'il est difficile de prévoir l'existence d'impact d'une opération de F&A sur les rendements boursiers et le signe de variation de ceux-ci. De plus, la régulation du secteur financier accentue cette difficulté dans la mesure où les rôles assignés par les autorités aux conseils des établissements bancaires peuvent être différents (Subrahmanyam et al., 1997).

Les résultats des travaux empiriques sur cette question de l'influence de la taille sur les rendements des opérations de F&A sont mitigés. Masulis et al. (2007) ainsi que Lehn et Zhao (2006) n'ont détecté aucun impact de la taille du CA sur la rentabilité des firmes initiatrices après une annonce d'acquisition. A contrario, Brown et Maloney (1999) trouvent plutôt une incidence négative. Ces auteurs explorent 106 opérations de F&A aux Etats-Unis en distinguant les opérations dont les rendements anormaux étaient positifs (groupe G « *Good* ») de celles dont les rendements étaient négatifs (Groupe B « *Bad* »). Les deux groupes sont égaux et comportent chacun 53 opérations. L'objectif étant d'analyser les caractéristiques de chaque groupe pour essayer d'en ressortir une tendance. Ils trouvent donc que les conseils de grande taille sont associés à une faible performance. Selon eux, l'ajout d'un membre supplémentaire au CA entraîne une diminution du rendement de l'acquisition d'environ 0.5%. Dans le même ordre d'idées, Lipton et Lorsch (1992) affirment qu'en réduisant la taille des conseils, les membres externes peuvent s'impliquer dans le processus de prise de décision plus facilement et de manière plus active. Le même constat est formulé par Brown et Maloney (1999), qui notent que les larges CA ne donnent pas à chaque administrateur l'opportunité de s'exprimer sur toutes les questions, contrairement aux conseils de petites tailles où les administrateurs ont la possibilité de débattre de ces questions tout en exerçant plus de pression sur le management.

Par ailleurs, et concernant le secteur financier, Subrahmanyam et al. (1997) remarquent que les conseils des banques sont en moyenne substantiellement plus larges que ceux des autres firmes. Ceci est attribué, selon ces auteurs, à la présence de plus de membres externes aux conseils des banques. Ils ont, à cet effet, relevé un coefficient de corrélation positive élevé entre la taille du conseil et la proportion des administrateurs externes y siégeant. Quant à l'incidence sur le rapprochement des établissements, Subrahmanyam et al. (1997) ne mettent en évidence aucune influence de la taille des CA sur les rendements anormaux entourant la date d'annonce. Le même résultat est obtenu par Hagendorff et al. (2008) dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Europe, qui ne relèvent aucune incidence du nombre d'administrateurs siégeant aux CA de l'acquéreur sur la performance de celui-ci.

L'hypothèse que nous formulerons sera donc, à l'instar des précédentes, conforme aux prescriptions de la théorie de l'agence, en tant que cadre théorique de référence. Et comme les théoriciens de l'agence sont favorables à des conseils de petite taille, nous supposerons que :

Hypothèse H3d : la taille élevée du conseil d'une banque initiatrice a une influence négative sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération.



2.1.4. Influence de la proportion des membres externes au conseil de l'acquéreur sur sa performance

Nous distinguons globalement deux catégories d'administrateurs au sein du CA : les membres internes et les membres externes. Dans le cas d'un conseil de surveillance, nous parlerons de membres non exécutifs qui sont l'équivalent des administrateurs externes dans le cas des CA, tandis que le directoire, il comporte les membres de l'exécutif dont le rôle est similaire à celui des administrateurs internes dans les CA. Nous verrons à présent ces deux catégories d'acteurs dans la littérature et en relation avec la performance d'une opération de F&A.

➤ La distinction des administrateurs entre internes (exécutifs) et externes (non-exécutifs)

Selon Mintzberg (1983), le CA constitue une « espèce de coalition formelle » où s'organise la confrontation entre, d'une part, les membres de la coalition internes, qui prennent effectivement les décisions et les mettent en action, et d'autre part, ceux de la coalition externes, qui cherchent à influencer les premiers tout en garantissant l'indépendance du conseil.

La théorie de l'agence suppose que les administrateurs internes ne disposent pas du pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants. Ces administrateurs sont des cadres de l'entreprise ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement de la direction. Il leur est, en conséquence, difficile de s'opposer à leurs responsables hiérarchiques directs sans compromettre leur carrière et leur avenir dans l'entreprise. Leur manque d'indépendance nuit donc gravement à l'efficacité de leur contrôle. En revanche, les administrateurs externes sont recrutés pour leurs compétences et leur indépendance à

l'égard des dirigeants qui leur permet de s'opposer aux décisions les plus contestables (Weisbach 1988 ; Godard 1996 ; Caby et Hirigoyen 1997).

Par ailleurs, et compte tenu de la spécificité du secteur bancaire, le rôle des administrateurs internes et externes a été appréhendé par certains auteurs en relation avec les caractéristiques et les exigences du secteur financier. Ainsi, la définition de l'indépendance des membres du conseil nécessite plus de précisions dans le cas de la firme bancaire comparée à une firme non bancaire (Louizi, 2006). Cela s'explique notamment par l'existence dans certains cas de relations de crédits entre les administrateurs et la banque, ce qui serait de nature à compromettre au critère d'indépendance des membres (Adams et Mehran, 2003). De leur côté, Macey et O'Hara (2003) avisent que les administrateurs des banques, principalement les externes, doivent évaluer leurs décisions en observant si elles : (i) affectent la capacité de leur institution à payer ses dettes même celles issues de l'activité courante, (ii) augmentent réellement le risque de la banque, mesuré par la variation des retours sur investissements ou (iii) réduisent fortement la position du capital de la banque, mesurée par le taux d'endettement. De même, en cas de faillite, les administrateurs externes doivent considérer les intérêts des créditeurs dont les dépositaires avant les intérêts des actionnaires.

La relation entre la proportion des administrateurs internes et externes et la performance d'une entreprise ou d'une banque a été largement étudiée, notamment à la lumière des prescriptions de la théorie de l'agence. Cette dernière suppose un lien positif entre le pourcentage des membres externes, en tant que garants des intérêts des actionnaires, et la performance. Les conclusions de Baysinger et Butler (1985), Rosenstein et Wyatt (1990) et Scott et Kleidon (1994) vont dans ce sens. De même, Hermalin et Weisbach (1991) montrent que les firmes dont les performances se dégradent, ont tendance à accroître le poids des administrateurs externes. Ces mêmes auteurs constatent que les firmes dont le CA est dominé par des membres externes sont plus susceptibles de démissionner leur dirigeant sur la base de la performance que celles où ce sont les administrateurs internes qui dominent. Outre ces études américaines, Godard (1996) en France et Robin et Veri (1998) en Suisse ont identifié un effet direct positif de la présence d'administrateurs externes. Peu d'études ont en revanche conclu à un effet négatif de la présence des membres externes sur la performance. Pour Goodstein et al. (1994), cette incidence négative peut être attribuée à l'inertie et l'absence de changements stratégiques qu'entraînerait la domination des conseils par des membres externes³³. Cette conclusion rejoint celle de Klein (1998) d'une meilleure adéquation des administrateurs internes au traitement des questions stratégiques. Enfin, d'autres auteurs n'ont décelé aucune relation

³³ Ce résultat a été obtenu sur un échantillon de 334 hôpitaux californiens de 1980 à 1985, alors qu'une très forte concurrence s'était instaurée et que des restrictions budgétaires avaient été promulguées nécessitant des restructurations importantes.

entre la présence des administrateurs externes et la performance. Nous citerons par exemple l'étude de Alexandre et Paquerot (2000) en France et Lawrence et Stapledon (2000) en Australie.

Dans le secteur bancaire, les études traitant de l'impact du degré d'indépendance³⁴ du CA sur la performance des banques sont peu abondantes et trouvent des résultats divergents. Griffith (1999) stipule que les conseils dominés par les administrateurs externes contrôlent mieux les actions du management par rapport à ceux dominés par les administrateurs internes. De leur côté, Byrd et al. (2001) examinent des banques américaines en période de crise. Ils trouvent que celles qui survivent, ont plus d'administrateurs externes dans leurs conseils. De même, Nam (2004) affirme que les membres externes sont plus influents et plus exigeants au regard de l'application de la réglementation bancaire et de la prévention contre les comportements discrétionnaires des dirigeants pouvant affecter la performance d'un établissement. En revanche, Adams et Mehran (2004) trouvent que le ratio externes/internes au sein du CA n'a aucun effet sur la performance boursière et comptable des banques. Cette absence d'effet a été aussi relevée par Spong et al. (2001) ainsi que Fogelberg et Griffith (2000).

Le rôle positif des administrateurs externes, parfois contesté, apparaît confirmé par la très grande majorité des études empiriques (Caby et Hirigoyen, 2001). Les résultats de ces études rejoignent ainsi l'appréciation favorable liée à la présence de personnalités extérieures au sein des conseils et viennent conforter les décisions prises dans plusieurs pays pour renforcer le rôle de ce type d'administrateur.

Nous verrons, à présent, l'influence que pourrait avoir ces membres sur la performance d'une acquisition selon la littérature.

➤ *Proportion des membres externes et création de valeur*

Selon Brickley, Coles et Terry (1994) et Shivdasani (1997), une proportion des membres externes supérieure à celle des membres internes décrit un conseil indépendant. Ainsi, pour ces auteurs, plus le ratio externes/internes est élevé, plus l'indépendance du conseil serait grande. Weir (1997) affirme que la capacité d'influence des administrateurs externes sur les actions des membres internes dépend de deux éléments : leur proportion dans le CA et leur qualité. Pour cet auteur, plus la proportion des administrateurs externes est élevée, plus ils seront en mesure d'influencer les décisions. En ce qui concerne la qualité des membres externes, elle dépend du nombre de leurs mandats additionnels, synonyme de leur bonne réputation selon Shivdasani (1993). Wong et O'Sullivan (1998) affirment

³⁴ L'indépendance du CA fait référence à la présence d'une proportion élevée de membres externes au sein du conseil (notamment les externes non-affiliés à la direction de la banque).

qu'à la période post-Cadbury³⁵, la structure du conseil notamment le rapport externes/internes est devenu important dans la détermination des réactions des firmes aux offres. Par exemple, en matière de défenses anti-OPA, l'adoption de « pilules empoisonnées », permettant aux dirigeants de se protéger contre les prises de contrôle hostiles, est plus fréquente lorsque les conseils ont une majorité d'administrateurs externes (Mallette et Fowler, 1992 ; Brickley, Coles et Terry, 1994), les dirigeants étant alors plus vulnérables. Cette vulnérabilité est d'ailleurs confirmée par certaines études notant que l'adoption d'un « parachute doré » qui permet d'indemniser les dirigeants en cas de prise de contrôle, est plus fréquente lorsque les conseils sont dominés par les administrateurs externes (Cochran et al., 1985 ; Singh et Harianto, 1989 ; Wade et al., 1990). Selon Brown et Maloney (1996), ces membres externes sont motivés par la protection des intérêts des actionnaires au même titre que leur réputation professionnelle. L'apport de ces auteurs réside dans l'analyse de la réaction de ces membres par rapport aux actions managériales. S'ils ne peuvent pas faire entendre leurs voix «*voice*», les administrateurs externes, soucieux de leurs réputations d'experts indépendants, choisiront alors de se résigner du conseil «*exit*». Leurs résultats portant sur 106 acquisitions d'entreprises démontrent que la cooptation d'administrateurs pour qui le choix du «*voice*» est moins coûteux que celui de l'«*exit*» permettrait une meilleure maîtrise des conflits et des coûts d'agence. D'ailleurs, par rapport à la performance d'une opération d'acquisition, ils relèvent des rendements positifs et supérieurs lorsque la firme connaît un faible *turnover* des externes comparé à celui des internes. Cela constitue donc un signal de la volonté des membres externes de résister et d'exercer un meilleur contrôle sur les membres de l'exécutif. Lipton et Lorsch (1992) évoquent la notion de « capital réputationnel » des administrateurs externes. Pour eux, certains membres démissionneraient hâtivement d'un conseil ne parvenant pas à œuvrer de manière performante, et ce avant que leurs réputations ne soient entachées des mauvais résultats. Toutefois, de telles résignations peuvent aussi impacter la réputation de ces externes comme acteurs « faibles qui baissent facilement les bras ». Pour Lipton et Lorsch (1992) ainsi que Brown et Maloney (1996), les administrateurs externes qui résistent aux manœuvres des équipes managériales ne verront pas leurs réputations s'endommager, notamment dans le cas où les membres internes du conseil ne sont pas complètement enracinés. Si c'est le cas, l'«*exit*» constituerait selon les auteurs la meilleure protection du capital réputationnel pour les administrateurs externes.

Par ailleurs, s'agissant du lien direct entre la proportion des externes au CA et la performance des acquisitions, Byrd et Hickman (1992) trouvent que les firmes initiatrices d'une offre publique visant à prendre le contrôle d'une autre société, présentent une rentabilité anormale plus élevée si leurs CA ont une majorité d'administrateurs externes. Pour les auteurs, ce résultat impliquerait que le deal n'a

³⁵Le rapport Cadbury a été publié en mai 1991 au Royaume-Uni. Il aboutit à la mise en place d'un Code of Best Practice applicable aux sociétés cotées.

pas été perçu comme une manœuvre managériale d'enracinement mais plutôt comme une stratégie créatrice de valeur, grâce à la domination aux conseils des membres externes garantissant l'objectivité dans le traitement des questions stratégiques. Cette conclusion va dans le même sens que celle de Johnson et al. (1993) qui affirment que dans le cas de restructuration volontaire, l'implication du conseil sera d'autant plus forte que ce dernier sera dominé par des membres externes.

Globalement, dans le cas des firmes non-bancaires, les résultats semblent appuyer les arguments de la théorie de l'agence. Ils associent la performance positive d'un acquéreur à la proportion des membres externes siégeant au sein de son conseil (Byrd et Hickman, 1992 ; Desai et al., 2003).

Concernant le secteur bancaire, Subrahmanyam et al. (1997) insistent sur l'importance de prendre en considération la spécificité du secteur financier quant à l'évaluation du rôle des administrateurs externes. Pour ces auteurs, le processus de F&A est plus long et complexe pour les établissements bancaires, compte tenu des contraintes imposées par les autorités de régulation. Ceci peut alors influencer la nature de l'implication stratégique de ces membres externes qui sont, selon ces auteurs, en moyenne plus dominants en nombre dans les banques comparées aux autres firmes. Les résultats obtenus, portant sur 109 banques initiatrices américaines, indiquent une relation négative entre la proportion des membres externes du conseil et les rendements anormaux enregistrés autour des dates d'annonce. Cette conclusion contraste nettement avec les résultats généralement obtenus empiriquement, notamment, pour les firmes non financières. Elle s'oppose, en outre, aux arguments avancés par les tenants de la théorie de l'agence. L'explication donnée par Subrahmanyam et al. est que la présence de ces administrateurs est principalement guidée par l'expertise qu'ils peuvent apporter, en l'occurrence, en matière d'interaction avec les autorités de régulation. A contrario, l'étude Cornett et al. (2003) indique des résultats similaires à ceux obtenus pour les firmes non-bancaires. Ces auteurs trouvent, sur un échantillon de 177 banques acquéreuses américaines, des rendements cumulés positivement associés à la proportion des externes, et ce quel que soit le type d'acquisition (diversifiée ou non). De même, Hagendorff, Collins et Keasy (2008) notent une relation positive et significative entre la performance de l'acquéreur et l'indépendance des conseils, malgré la présence d'une forte régulation bancaire dans certains états américains. Cette conclusion constitue selon les auteurs un appui à l'hypothèse de complémentarité entre les mécanismes de gouvernance (notamment l'indépendance des CA) et la régulation du secteur. Ainsi, à l'instar des résultats de Hagendorff et al. (2008) dans le secteur bancaire, et conformément aux arguments des tenants de la théorie de l'agence, nous formulerons l'hypothèse suivante :

Hypothèse H4d : la domination du conseil de l'acquéreur par des membres externes a une incidence positive sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération.



2.2. Influence des administrateurs-actionnaires des banques acquéreuses sur leurs rendements boursiers

Selon Jensen et Meckling (1976), l'actionnariat des dirigeants et des administrateurs et l'activité de F&A jouent un rôle important dans la littérature de l'agence. En effet, d'après celle-ci, l'augmentation de cet actionnariat permet d'accroître la diligence et l'implication des membres, dans la mesure où ils supportent une fraction élevée du coût généré par les mauvaises décisions. Minow et Bingham (1995) affirment que le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même un actionnaire. Dans le même sens, Jensen (1993) avance que la détention par les administrateurs d'un pourcentage du capital de l'entreprise constitue un moyen permettant d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires, afin d'exercer un contrôle efficace sur la gestion de l'entreprise et sur les décisions stratégiques telles que les F&A.

En effet, selon Charreaux (1992), l'analyse du lien entre la structure de propriété des dirigeants et des administrateurs et la performance est effectuée dans la littérature selon trois conceptions principales : (1) *la thèse de la convergence des intérêts*, stipulant que, plus le pourcentage détenu par les dirigeants et les administrateurs est important, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur est faible (Jensen et Meckling, 1976) ; (2) *la thèse de neutralité*, selon laquelle la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de la firme, ou plus exactement, que toutes les structures de propriété sont équivalentes (Demsetz, 1983) ; et enfin (3) *la thèse de l'enracinement*, soulignant que les dirigeants qui dominent le capital échapperaient à tout contrôle et pourraient gérer en fonction d'objectifs contraires à la maximisation de la valeur.

Nous allons à présent voir comment les travaux antérieurs ont cerné la relation entre la performance d'une acquisition et l'actionnariat, d'une part, des dirigeants et administrateurs internes en tant que membres de l'exécutif, et d'autre part, des administrateurs externes, affiliés ou indépendants.

2.2.1. Influence de l'actionnariat des dirigeants et des membres internes (exécutifs)

L'actionnariat des dirigeants et des membres internes permet-il de résoudre les conflits avec les actionnaires à l'occasion des F&A ? Améliore-t-il les rendements boursiers des firmes initiatrices ? Par rapport à cette dernière question, Lewellen et al. (1985) trouvent, sur un échantillon de 191 acquéreurs entre 1963 et 1981, que leurs rendements anormaux augmentent avec les participations des dirigeants dans le capital. Ils soutiennent que les dirigeants avec d'importantes parts de propriété dans leurs firmes ont moins tendance à se lancer dans des F&A destructrices de valeur pour les actionnaires, ce qui semble cohérent avec la thèse de convergence des intérêts. Le raisonnement de Lewellen et al. est que, plus les dirigeants possèdent des titres, plus ils sont exposés à la perte si leur prix diminue. Ce coût agit donc comme un frein face à la tentation de chercher à obtenir d'autres avantages personnels à travers les F&A.

A la suite des travaux de Lewellen et al. (1985) dans le contexte des F&A, Shinn (1999) développe les deux hypothèses suivantes :

- une participation significative des dirigeants dans le capital de l'entreprise lie directement leurs intérêts à ceux des propriétaires ;
- la part de propriété significative du CA et une importante concentration de titres entre les mains d'actionnaires externes favorisent le contrôle de l'activité des dirigeants et diminuent le risque de décisions destructrices de valeur.

Les hypothèses sont testées sur 80 entreprises américaines cotées durant la période de 1985 à 1987, sur une fenêtre réduite de (-1, 0) jours. En divisant les dirigeants et administrateurs les mieux payés en deux groupes selon qu'ils détiennent plus ou moins 5,39 % de titres (pourcentage médian relevé de la participation au capital), ils observent une différence de moyennes significative à 1 % entre les deux groupes en rendements anormaux à l'annonce: 1,5 % pour le groupe dont l'actionnariat des membres est supérieur à 5,39 % et -0,9 % pour les autres. En revanche, Shinn ne relève aucune association significative entre les RAC et la part détenue par les cinq actionnaires les plus importants chez l'initiateur.

Ainsi, le résultat de cet auteur est en ligne avec les propos de la thèse de convergence associant positivement l'actionnariat des membres du management à la performance des établissements de manière générale et des F&A de manière particulière. Par ailleurs, cette thèse a été aussi validée dans le secteur financier par Allen et Cebenoyan (1991) sur un échantillon de 138 F&A bancaires aux Etats-Unis. Ils relèvent un coefficient de régression positif et significatif entre l'actionnariat des membres de l'exécutif et les rendements anormaux. Selon ces auteurs, l'actionnariat des administrateurs internes est un moyen d'internaliser les conflits d'intérêts entre les actionnaires et le

management. Ainsi, un conseil dominé par des membres internes actionnaires signalerait au marché que l'évaluation faite de l'acquisition est conforme à l'intérêt des actionnaires.

Toutefois, le point de vue précité ne fait pas l'unanimité. En effet, certains dirigeants peuvent aussi être convaincus que les stratégies de F&A sont un bon moyen d'obtenir pour eux-mêmes des avantages comme une plus grande sécurité d'emploi, une meilleure rémunération, un meilleur statut social à travers l'appartenance à une entreprise ou un groupe plus important, etc. Dans ce cas, une participation significative dans le capital implique aussi un plus grand contrôle de l'entreprise et, dès lors, une capacité accrue pour les dirigeants propriétaires de prendre des décisions en leur faveur au détriment des autres actionnaires. Ce point de vue a été affirmé par Morck et al. (1988) de manière générale, en dehors du contexte des F&A. Sur un échantillon de 371 entreprises du *Fortune 500* de 1980, ils trouvent que la performance de la société, mesurée par le Q de Tobin, augmente avec la part du capital détenue par les dirigeants lorsque celle-ci se situe entre 0 et 5 %. Toutefois, lorsque cette part se situe entre 5 et 25 %, la corrélation devient négative et moins prononcée. Et, au-delà du seuil des 25 %, la relation serait à nouveau positive.

Morck et al. concluent donc que les conditions propices à l'enracinement seraient liées à une augmentation de la part des dirigeants au-delà des 5 %. L'effet de convergence d'intérêts est obtenu à nouveau à partir de 25% du capital. Dans ce sens Caby et Hirigoyen (2001) soulignent que la participation du management doit être suffisamment importante pour qu'il y ait une communauté d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants mais, pas trop pour que les dirigeants n'échappent pas au contrôle des actionnaires en s'enracinant et en gérant les entreprises de façon non-conforme aux intérêts des actionnaires.

2.2.2. Influence de l'actionnariat des administrateurs externes (non-exécutifs)

Comme nous l'avons déjà souligné, la présence des administrateurs externes au conseil est associée, selon les théoriciens de l'agence, à une meilleure performance. En effet, les compétences et l'indépendance de ces membres à l'égard des dirigeants leur permet de s'opposer aux décisions les plus contestables. Ainsi, à l'instar des administrateurs internes, le pourcentage du capital que ces membres non-exécutifs détiennent peut constituer une incitation suffisante pour qu'ils exercent un contrôle efficace de la gestion de l'entreprise. L'alignement des intérêts de ces membres et des actionnaires devrait donc favoriser le contrôle de la gestion des dirigeants et contribuer à la maximisation de la valeur de la firme. Les études antérieures se sont intéressées au rôle des administrateurs externes beaucoup plus en terme de proportion et moins en terme d'actionnariat. Selon Desai et al. (2005), la prédisposition que les membres externes contrôlent dépendrait de leur préoccupation pour leur responsabilité professionnelle, leur réputation ou leurs motivations

actionnariales. Comme l'ont remarqué Alexandre et Paquerot (2000), le pourcentage du capital détenu par les administrateurs externes met en relief les incitations de ces administrateurs, en tant qu'actionnaires, à remplir efficacement leurs fonctions de contrôleurs. Ainsi, le fait qu'un administrateur externe ait une participation importante dans le capital d'une firme, le pousse à défendre plus âprement ses intérêts et contester les propos de la direction, car les décisions de cette dernière auront un impact sur sa propre richesse (Patton et Baker, 1987). De ce fait, selon Thiéart (1992), plus l'engagement financier des administrateurs externes est important, plus la marge de manœuvre du dirigeant sera faible.

Dans le contexte des F&A, Hayward et Hambrick (1997) associe l'actionnariat des externes au degré de vigilance du conseil³⁶. Cette vigilance est considérée comme un facteur modérateur pouvant amplifier la relation entre les facteurs de l'hubris des dirigeants (performance passée, impact médiatique et *ego*) et le niveau des primes versées par les acquéreurs. Toutefois, leurs résultats ne mettent en évidence aucune influence significative du pourcentage détenu par les membres externes sur la vigilance du conseil et l'atténuation des sources de l'hubris.

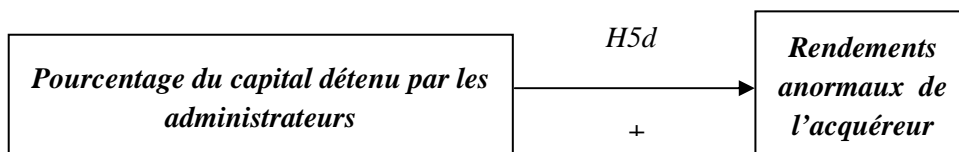
Par ailleurs, sur un échantillon de 263 larges acquisitions bancaires entre 1982 et 1989 aux Etats-Unis, Subrahmanyam et al. (1997) analysent l'incidence que pourrait avoir les membres externes du conseil de l'acquéreur sur ces opérations. Ces administrateurs ont été étudiés selon trois axes : leur proportion, leur actionnariat et le nombre de leurs mandats additionnels. Ils trouvent que les rendements anormaux des banques acquéreuses sont positivement et significativement liés au pourcentage du capital détenu par les externes ainsi qu'à leurs mandats additionnels, synonyme de leur bonne réputation et expertise. En revanche, la proportion des administrateurs externes est négativement associée aux rendements. Ces résultats soulignent, selon Subrahmanyam et al., que pour les banques, l'actionnariat des membres externes, en tant que mécanisme interne de gouvernance, est plus efficace que la proportion de ceux-ci. Pour ces auteurs, même si le constat concernant la proportion des externes est contraire à la littérature et, notamment, aux prescriptions de la théorie de l'agence, il ne peut pas être interprété par le fait que la présence de ces membres externes est destructrice de valeur. Au contraire, leur présence peut être guidée dans le contexte bancaire par leur capacité d'interagir avec les autorités de régulation et autres instances légales.

Concernant les firmes non bancaires, Cosh, Guest et Hughes (2006) relèvent un constat similaire à celui de Hayward et Hambrick (1997). Sur leur échantillon de 363 F&A au Royaume-Uni, ils ne mettent en évidence aucune relation significative entre la performance de l'acquéreur et l'actionnariat des membres externes et internes au conseil.

³⁶ Hayward et Hambrick ont mesuré la vigilance du conseil par trois déterminants : la dualité de direction, la proportion des administrateurs internes et l'actionnariat des administrateurs externes.

⇒ *Synthèse* : A travers la littérature évoquée dans les deux paragraphes précédents, beaucoup d’auteurs soulignent que l’actionnariat des membres du conseil, qu’ils soient internes ou externes, permet d’accroître leur diligence et leur implication dans les décisions les plus stratégiques. Ainsi, et conformément à cet hypothèse de convergence des intérêts développée par les tenants de l’agence, nous supposons dans le contexte des F&A que :

Hypothèse H5d : *l’actionnariat des membres du conseil d’une banque acquéreuse a une incidence positive sur ses rendements anormaux autour de la date d’annonce de l’opération.*



📖 En résumé, nous avons essayé à travers la littérature, de mettre en lien la performance des opérations de F&A avec certaines caractéristiques des conseils des entreprises et des banques initiatrices. Ces caractéristiques, jugées très déterminantes par les tenants de la perspective de l’agence, concernent d’une part, la structure et la composition du conseil, qui font référence à sa forme moniste ou dualiste ou encore à sa taille ou à la proportion des externes en son sein, et d’autre part, au pourcentage du capital de l’établissement détenu par les membres du conseil. Nous vérifierons ultérieurement et empiriquement chacune des hypothèses formulées précédemment à cet égard.

Pour finir l’analyse de la relation « conseil acquéreur/performance acquéreur », nous allons considérer celle-ci comme étant indirecte. En effet, il ressort de la littérature que les caractéristiques du conseil évoquées dans cette section peuvent aussi constituer des déterminants aux primes offertes par les acquéreurs. Et comme ces primes impactent la performance post-acquisition des initiateurs, nous supposons donc, et en nous inspirant du modèle de Hayward et Hambrick (1997), que les primes de contrôle jouent un rôle médian dans la relation entre les caractéristiques du conseil de l’acquéreur et la performance de ce dernier. C’est l’objet du paragraphe suivant.

3. La structure des conseils des banques acquéreuses, en tant que déterminant des primes versées, et l’impact sur la performance

Comme nous l’avons souligné plus haut, les théoriciens de l’agence suggèrent que la dualité de direction, la proportion des administrateurs externes au conseil, la taille de celui-ci et le pourcentage

du capital détenu par les membres qui y siègent ne sont pas sans incidence sur la richesse actionnariale (Fama et Jensen, 1983). Ces différentes caractéristiques du CA vont ainsi jouer un rôle important dans la supervision des négociations autour des primes de contrôle versées aux actionnaires des cibles (Subrahmanyam et al., 1997). Pour Hayward et Hambrick (1997), ces variables du CA peuvent être déterminantes pour apprécier le degré de vigilance de cet organe lors de la fixation de la prime d'acquisition. Par conséquent, la vigilance du conseil, selon ces auteurs, peut atténuer ou accentuer l'*hubris* des dirigeants sur-confiants quant à leurs évaluations. Sur le marché français, Santomi (1995), analysant les conflits d'agence chez l'offreur, met en évidence l'impact du type de direction de l'initiateur sur la prime. Il relève que les directions de type managérial étant à l'origine de primes plus élevées que celles de type actionnarial.

Plus spécifiquement, la question du lien entre les caractéristiques du conseil et la prime de contrôle est très peu abordée du point de vue de l'acquéreur relativement à la cible. Du côté de cette dernière, le lien entre la structure du conseil et la prime est souvent analysé par rapport à l'influence de certaines caractéristiques du conseil de la cible sur la résistance aux offres et par conséquent sur le niveau de la prime (Subrahmanyam et al., 1997 ; Shivdasani et Zenner, 1997 ; Brewer et al., 2000 ; Becher et Campbell, 2005). Tandis que du point de vue de l'acquéreur, les peu de travaux sur la question ont cherché à déceler certains déterminants des primes dans le degré de convergence des intérêts de la direction et des actionnaires ou dans l'aisance que pourraient avoir les dirigeants à mener leur politique d'acquisition (Hayward et Hambrick, 1997 ; Palia, 1993 ; Becher et Campbell, 2005 ; Alarakhia, 2010).

3.1. Influence du cumul des fonctions de décision et de contrôle sur le niveau de la prime versée par l'initiateur et performance boursière de ce dernier

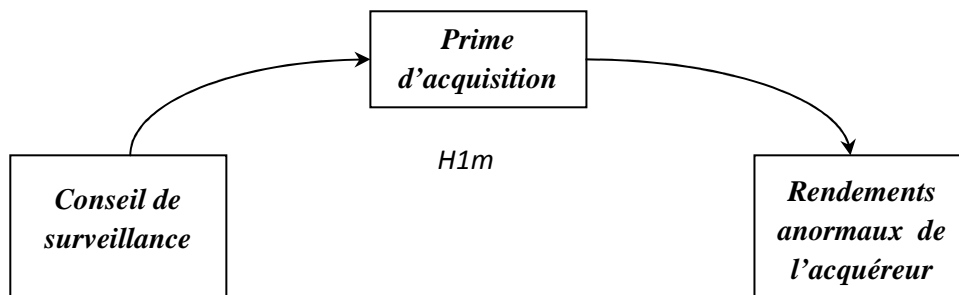
La séparation de ces deux fonctions a été vivement encouragée dans plusieurs pays. Par exemple, au Royaume-Uni, les rapports Cadbury (1992) et Hampel (1998) ont conduit plus de 90% des sociétés britanniques à adopter cette solution (Caby et Hirigoyen, 2001). En Europe continentale, la dissociation est de droit en Allemagne et aux Pays-Bas et se traduit par l'adoption d'une structure juridique bicéphale à conseil de surveillance et directoire. En France, les sociétés peuvent opter pour un CA avec ou sans dualité ou un conseil de type allemand.

En effet, l'absence de séparation des deux fonctions de direction et de présidence du conseil contribue, selon Hayward et Hambrick (1997), à accroître le pouvoir du directeur. Ainsi, le fait que le pouvoir et le contre-pouvoir soit entre les mains d'une seule personne peut amener dans le contexte des acquisitions à surpayer celles-ci. Ce constat a été vérifié par les deux auteurs sur un échantillon

de 106 F&A aux Etats-Unis entre 1989 et 1992. Ils trouvent que la consolidation de ces deux fonctions stratégiques dans les firmes initiatrices amplifie l'association entre l'*hubris* de leurs dirigeants et les primes offertes. De ce fait, la dualité donne, selon Hayward et Hambrick, carte blanche aux directeurs qui bénéficient de cette position pour surpayer les acquisitions et offrir de larges primes. De son côté, Alarakhia (2010), dont l'étude porte sur 80 transactions de F&A américaines entre 2004 et 2007, ne relève pas d'impact significatif de la dualité sur la prime de contrôle.

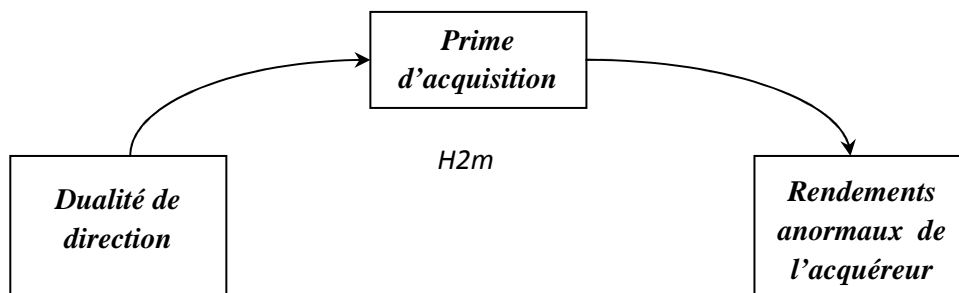
Nous allons à présent formuler deux hypothèses en accord avec les arguments des théoriciens de l'agence et par conséquent, favorables à la séparation des fonctions de gestion et de contrôle. La première concerne l'incidence de la forme bicamérale à directoire et conseil de surveillance (H1m), tandis que la seconde, elle porte sur l'influence de la dualité de direction (H2m) sur le niveau des primes versées par les acquéreurs et les rendements boursiers de ces derniers.

Hypothèse H1m : *La forme bicamérale du conseil de l'acquéreur (directoire et conseil de surveillance) influence positivement ses rendements anormaux grâce à des primes versées moins élevées.*



Et pour la dualité de direction, nous supposons que :

Hypothèse H2m : *La dualité de direction influence négativement les rendements anormaux à cause de primes versées plus élevées.*



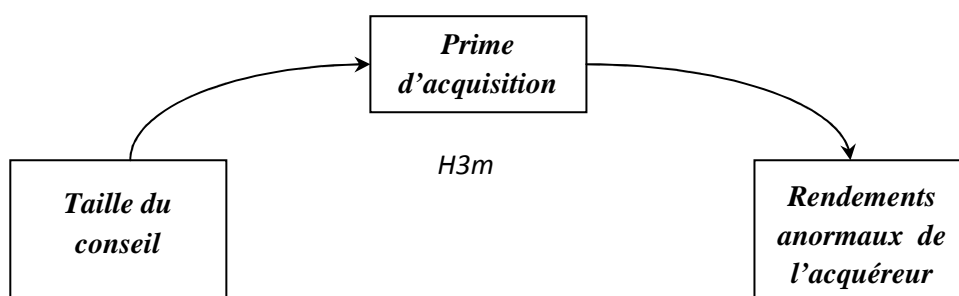
3.2. Taille du conseil, prime de contrôle et performance de l'acquéreur

Une grande latitude est laissée par les législations aux CA des entreprises et des banques concernant leurs tailles. Ainsi, la taille du conseil peut varier d'une banque à l'autre, dans la limite de la fourchette prévue par la loi (trois membres au moins et dix huit membres au plus, exception faite des opérations de fusion qui permettent de déroger temporairement à cette règle). Booth et al. (2002) et Adams et Mehran (2005) constatent que les CA des banques sont de taille plus importante (en moyenne 16 membres). Ceci peut être illustré par le cas des banques issues du secteur mutualiste et coopératif dont les conseils sont par nature composés de nombreuses parties prenantes (Crepin et al., 2004). Il y a dans ce cas, une réelle nécessité d'avoir un CA important afin de laisser à chaque partie prenante la possibilité d'exercer ses droits.

Les facteurs qui déterminent l'influence de la taille du conseil sur la performance sont des facteurs liés au contrôle du dirigeant et sont relatifs à la qualité du processus de prise de décision et à une meilleure maîtrise de l'environnement. Les arguments en faveur des conseils de grande taille sont empruntés à la théorie de la dépendance des ressources. Ils se fondent sur l'idée d'une amélioration des relations des sociétés avec leur environnement rendue possible dans le cadre de conseils élargis (Godard et Schatt, 2000). Par contre, les arguments contre les conseils de grande taille relèvent, notamment, de la théorie de l'agence. Selon cette perspective, la taille élevée du CA favorise la domination du dirigeant en faisant naître des coalitions et des conflits de groupe (Jensen, 1993).

Concernant la relation entre la taille du conseil de l'acquéreur et le niveau de la prime que celui-ci accorde, Alarakhia (2010) considère que la taille du CA peut avoir une incidence négative sur sa vigilance lors des négociations des termes d'une acquisition (prime de contrôle, méthode de paiement, etc.). Ainsi, comme le souligne Yermack (1996), l'accroissement du nombre d'administrateurs au conseil peut induire des problèmes de communication et de coordination, ce qui est de nature à conforter la domination des dirigeants. Nous supposons ainsi conformément à cette conception que :

Hypothèse H3m : *L'accroissement de la taille du conseil influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes versées plus élevées.*

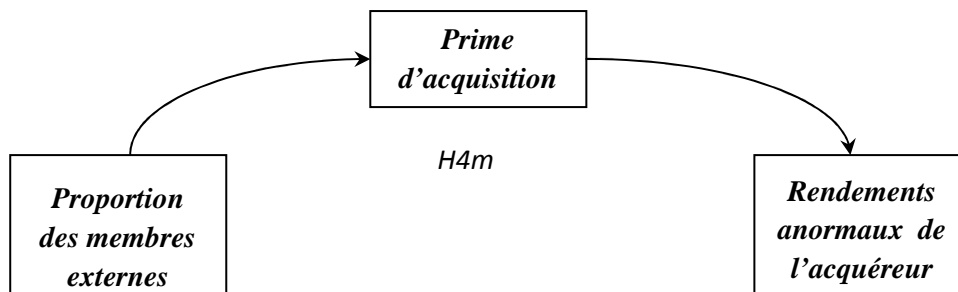


3.3. Influence de la proportion des administrateurs externes (non-exécutifs) sur la prime payée et les rendements de l'acquéreur

Comme nous l'avons déjà souligné, la majorité des études portant sur l'influence du CA sur la performance des entreprises a été menée en analysant l'incidence de la proportion des externes sur cette performance de manière générale (Weisbach, 1988 ; Daily et Dalton, 1994 ; Goodstein, Gautam et Boeker, 1994 ; Godard, 1996 ; Robin et Veri, 1998 ; McAvoy et Millstein, 1999 ; Alexandre et Paquerot, 2000 ; Lawrence et Stapledon, 2000), ou à l'occasion d'opérations de F&A (Mortazavi, 1993 ; Cornett et al., 2001 ; Swanstrom, 2006 ; Hagendorff, Collins et Keasey, 2008).

Comme pour le cas de la dualité, Hayward et Hambrick (1997) considèrent la proportion des membres internes et externes au conseil comme une mesure de son degré de vigilance lors des négociations portant sur la prime de contrôle. Pour ces auteurs, la domination des conseils par des membres internes accentue l'*hubris* des dirigeants qui peuvent ainsi surpayer leurs acquisitions. En effet, la démarche adoptée par Hayward et Hambrick est d'utiliser la distinction membres internes/externes comme facteur modérateur pouvant accentuer l'*hubris* des dirigeants et par conséquent affecter le niveau des primes de contrôle. Leurs résultats mettent ainsi en évidence une influence significative de la proportion des internes au conseil sur les primes (avec un coefficient positif). Ce constat semble donc appuyer le fait que la domination des conseils par des membres internes amplifie l'égo des dirigeants, ce qui entraîne le versement de primes élevées. Nous formulerons ainsi l'hypothèse suivante :

Hypothèse H4m : La domination du conseil par des membres externes (non-exécutifs) influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées mieux maîtrisées.



3.4. Influence du pourcentage du capital détenu par les dirigeants et les administrateurs des banques initiatrices sur les primes offertes par celles-ci et leurs rendements boursiers

Dans les études consacrées à la bonne gouvernance, l'implication des dirigeants et des administrateurs dans l'entreprise par la détention d'un pourcentage du capital de celle-ci, a été considérée comme un moyen favorisant l'alignement de leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Dans le contexte des F&A, la détention de parts sociales par les dirigeants et les membres du conseil de l'initiateur devraient les amener à négocier les termes de l'opération dans l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où ils sont aussi concernés par toute création ou destruction potentielle de valeur.

En tant que déterminant capital des rendements anormaux des firmes acquéreuses, le niveau de la prime de contrôle devrait capturer toute l'attention des acteurs du conseil et du management, car, en tant qu'actionnaires, ils en assument directement les conséquences financières.

Dans la relation entre l'actionnariat des dirigeants et administrateurs et la performance, deux types de conclusions sont généralement admis. D'une part, celles qui considèrent la relation entre l'actionnariat et la performance comme étant linéaire, conformément à la thèse de convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires (Lewellen et al., 1985 ; Shinn, 1999 ; Allen et Cebenoyan, 1991), et d'autre part, celles soulignant une tendance non-linéaire (sous-forme de U) entre le pourcentage détenu par les membres de la direction et du conseil et la performance. Ainsi, comme l'ont relevé Morck et al. (1988), cette performance augmente au début avec la participation dans capital de l'entreprise jusqu'à un certain pourcentage (5% dans leur étude), ensuite la tendance se renverse et la corrélation entre le capital détenu et la performance devient négative. Ces auteurs mettent donc en évidence au début une situation de convergence des intérêts mais qui sera suivie à partir d'un certain seuil significatif de participation d'une situation d'enracinement.

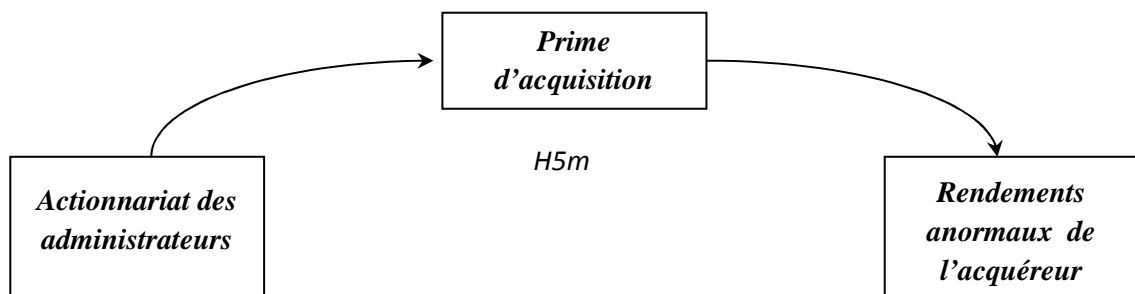
A partir de ces deux types de relations (linéaire et non-linéaire), Palia (1993) a analysé sur un échantillon de 137 F&A bancaires aux Etats-Unis la relation entre l'actionnariat du management de l'acquéreur et la taille des primes versées. Il formule une première hypothèse conforme à la thèse de convergence et à l'existence d'une relation linéaire et négative entre la participation des membres de l'exécutif de l'initiateur et la prime qu'ils payent. Selon Palia, la détention d'un faible pourcentage du capital par les managers les amènerait à verser une prime plus élevée dans le but de diversifier leur capital humain et de réduire le risque managérial inhérent à leur carrière. En revanche, avec l'augmentation du niveau de participation des dirigeants, les considérations financières devraient dominer les préoccupations managériales de diversification, ce qui devrait occasionner des primes plus faibles lors des acquisitions. Quant à la seconde proposition, Palia suggère une relation non-linéaire traduisant un meilleur alignement du management jusqu'à un certain pourcentage. Au-delà de

celui-ci, le niveau des primes risque de redevenir élevé. L'argument qui sous-tend cette hypothèse est que lorsque la participation des dirigeants est significative dans l'entreprise, ils deviennent moins diversifiés. Par conséquent, afin de réduire le risque de non diversification de leur portefeuille financier, ils s'engageraient dans des acquisitions en versant des primes importantes. La validation empirique des deux hypothèses par Palia présente un résultat conforme à la seconde proposition et à l'existence d'une relation non linéaire entre le capital détenu par les membres internes des banques acquéreuses et le niveau des primes payées. Tout d'abord, une incidence favorable de l'actionnariat sur les primes jusqu'au seuil de 5.9% de participation. Au-delà de ce dernier, l'incidence de l'actionnariat des membres sur les primes est défavorable conformément à l'hypothèse de diversification. Par ailleurs, Alarakhia (2010) ainsi que Hubbard et Palia (1995) établissent un constat similaire à celui de Palia (1993). Ils trouvent une association significative et positive entre l'actionnariat élevé des membres du conseil de l'acquéreur et la prime offerte. Selon Alarakhia, lorsque des administrateurs, dont le portefeuille est non diversifié, détiennent un pourcentage élevé du capital d'une firme initiatrice, ils défendront et surpayeront des acquisitions qui réduiraient leur risque.

Toutefois, l'étude de Hayward et Hambrick (1997) ne relève aucune relation. Elle souligne que l'actionnariat des membres du conseil de l'initiateur, notamment des externes, n'a pas d'incidence sur les primes versées aux cibles.

Nous formulerons une hypothèse conforme à la thèse de convergence formulée par les tenants de l'agence. Ainsi, nous supposerons que :

Hypothèse H5m : Le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées mieux maîtrisées.



📖 En conclusion de ce premier chapitre, nous pouvons dire que la littérature a largement évoqué et continue de soulever la question de la forme et de la composition optimale des conseils. Cette question est encore plus cruciale à l'occasion des opérations de F&A très porteuses de conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes concernées. Ainsi, afin d'apprécier l'efficacité des conseils à réguler ces conflits et à œuvrer dans l'intérêt des actionnaires, selon une logique de gouvernance financière traditionnelle, la littérature a cherché une réponse aux différences de réactions boursières constatées à l'annonce de F&A dans les caractéristiques des conseils des entreprises et des banques impliquées.

L'analyse de cette littérature nous a permis de formuler plusieurs hypothèses cherchant à évaluer l'intensité et le sens de la corrélation entre chacune des caractéristiques du conseil et la performance boursière post-acquisition de l'initiateur. Comme les actionnaires de ce dernier sortent souvent perdant d'une opération de F&A comparés à ceux de la cible, il est donc essentiel d'analyser la gouvernance des acheteurs et de s'intéresser aux caractéristiques de leurs conseils qui, comme nous venons de le voir dans ce chapitre, ne sont pas sans incidence sur leur pouvoir et l'exercice de leurs devoirs. Les hypothèses formulées à cet égard sont cohérentes avec les arguments des tenants de la perspective de l'agence, retenue comme cadre théorique de référence. Nous synthétiserons ces hypothèses à la conclusion de la première partie.

Par ailleurs, d'autres hypothèses seront également formulées au chapitre suivant. Celles-ci concernent certains facteurs susceptibles d'influencer la performance d'un deal. Ces facteurs, largement contrôlés dans les travaux empiriques, sont souvent corrélés aux rendements boursiers enregistrés aux annonces de F&A. de ce fait, et à l'instar de ces recherches antérieures, nous contrôlerons également ces déterminants afin de mieux cerner et isoler l'incidence des caractéristiques des conseils des banques acquéreuses sur leurs performances.

Ces déterminants de la performance que nous aborderons dans le chapitre 2 se rattachent aux caractéristiques propres à la transaction et à celles liées aux parties concernées.

Chapitre 2 : Les déterminants de la performance de l'acquéreur liés aux caractéristiques de la transaction et des banques concernées

Face à la confusion autour des retombées des opérations de F&A et de la performance de celles-ci, plusieurs auteurs ont cherché à analyser les facteurs pouvant être à l'origine des différences constatées dans les réactions des marchés à ces opérations. Ainsi, la littérature met en avant plusieurs déterminants, outre que ceux liés à la gouvernance des banques impliquées, susceptibles d'apporter quelques éléments d'explication aux réactions des marchés.

Ces déterminants se rapportent soit aux caractéristiques de la transaction, telles que la méthode de paiement, la diversification, soit aux caractéristiques des banques impliquées dans la transaction, comme leurs tailles ou encore leurs performances passées. Comme l'ont souligné Diaz et al. (2009), l'intérêt de ce type d'analyse est de mettre en exergue les facteurs qui rendent une acquisition attractive pour le marché.

Nous dresserons ainsi dans ce second chapitre le lien entre ces déterminants et la performance boursière des banques acquéreuses. L'existence d'associations très significatives dans les travaux antérieurs entre les rendements boursiers des firmes impliquées et ces déterminants nous conduit à tenir compte ces derniers en les contrôlant dans notre modèle empirique.

Par ailleurs, comme pour les caractéristiques du CA que nous avons présentées dans le chapitre précédent, la littérature met aussi en évidence l'existence de liens entre les déterminants précités et le niveau des primes versées. Cela nous permettrait donc de supposer que ces déterminants agissent également en tant qu'antécédents des primes payées, qui elles-mêmes, agissent sur les rendements anormaux des banques.

Globalement, deux méthodologies différentes sont utilisées dans les travaux antérieurs pour analyser les déterminants des primes offertes. D'une part, des études introduisent un certain nombre de ratios financiers et autres variables directement dans le modèle afin de n'en sélectionner que les plus significatifs sur plusieurs étapes (Fraser et Kolari, 1988 ; Frieder et Petty, 1991). Toutefois, cette méthodologie est très arbitraire comme l'ont souligné Diaz et al. (2009). D'autre part, l'autre groupe de travaux sur les déterminants des primes sélectionne les variables à inclure dans le modèle en s'appuyant sur les hypothèses et les analyses empiriques existants (Worthigthon, 2004 ; Diaz et al., 2009 ; Hagendorff et al., 2010). Cette méthodologie a le mérite de remédier aux limites de la méthode précédente en choisissant les facteurs de manière justifiée et cohérente. Le présent travail s'inscrit dans cette logique. La prime sera donc analysée en lien avec différents déterminants se rattachant, d'une part, à la transaction et d'autre part, aux caractéristiques propres à la cible et à l'acquéreur.

Comme nous l'avons déjà souligné, l'avantage d'analyser l'incidence de chacun de ces déterminants sur les primes versées est que ces dernières permettent, contrairement aux rendements boursiers, une appréciation directe de la transaction non fondée sur l'opinion des investisseurs ou tout autre comportement spéculatif, mais plutôt sur celui des banques acquéreuses (Worthington, 2004). Par exemple, si la cible est attractive aux yeux de l'acquéreur, quant aux possibilités de synergies potentielles qu'elle permettrait, l'initiateur peut offrir une prime à la hauteur des prévisions qu'il a établies.

L'influence qui ressort des travaux antérieurs de ces déterminants sur les primes de contrôle et la performance de manière générale est très mitigée et trouve des explications variées, comme nous allons le voir maintenant. Dans la section 1, nous nous intéresserons à l'influence des caractéristiques propres aux transactions sur la performance, avant de vérifier l'incidence des autres caractéristiques rattachées à la cible et à l'acquéreur dans la section 2.

Section 1 : Influence des caractéristiques de la transaction sur la performance boursière des banques acquéreuses

Les caractéristiques de la transaction que nous évoquerons sont de deux ordres. Le premier est financier, à travers notamment l'incidence de la méthode de paiement ; tandis que le second, il est d'ordre stratégique et porte sur les choix de l'initiateur en termes de diversification géographique, de métiers ou de produits.

En effet, le choix du moyen de paiement est l'une des décisions les plus importantes lors des opérations de F&A. Ainsi, la littérature s'est largement attaché à expliquer pourquoi, dans certains cas, les firmes utilisaient du cash et pourquoi, dans d'autres, elles utilisaient leurs propres actions ou encore un mélange d'actions et de cash pour financer l'opération. Plusieurs conceptions ont été développées afin d'expliquer ces choix. Nous reviendrons tout d'abord sur celles-ci avant de voir ensuite la manière dont la littérature cerne le lien entre le moyen de paiement, la prime de contrôle et la performance boursière d'une acquisition.

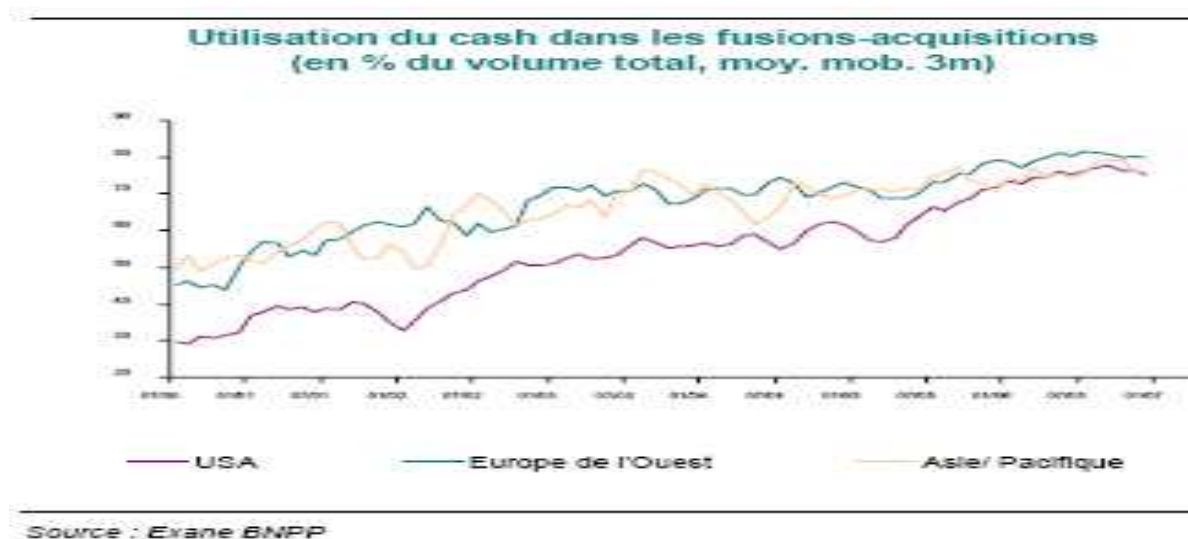
L'autre caractéristique que nous verrons au second point porte sur le type de diversification pour lequel les acteurs bancaires optent à travers les opérations de F&A. En effet, les banques peuvent décider de se diversifier en dehors de leurs frontières nationales ou vers d'autres métiers tels que celui de l'assurance, pour avoir une vocation de banque universelle. Nous reviendrons ultérieurement sur l'incidence de ces choix stratégiques sur le niveau des primes et des rendements boursiers à l'occasion de F&A.

1. La méthode de paiement

Comme souligné plus haut, l'une des décisions particulièrement importantes à prendre lors des opérations de F&A est le choix de la méthode de paiement. En effet, d'après la littérature, le recours à une méthode particulière de paiement peut être très déterminant dans l'évaluation de la performance d'une opération. Ainsi, les entreprises peuvent utiliser dans ces transactions différentes méthodes de paiement tels que du cash, des titres, ou un mix des deux.

La figure ci-dessous montre graphiquement que la fréquence d'utilisation d'une méthode de paiement, en particulier du *cash*, n'est pas constante au fil du temps.

Figure 11 : Fréquence d'utilisation du cash dans les opérations de F&A entre 2000 et 2007



La fréquence d'utilisation du *cash* semble être dans une tendance croissante depuis 2000 à la fois aux États-Unis, en Europe de l'Ouest et en Asie/Pacifique. Plusieurs modèles théoriques ont été élaborés afin d'expliquer le choix des firmes d'utiliser une méthode de paiement à la place d'une autre. Nous verrons ces différentes conceptions théoriques au premier point avant de voir comment la méthode de paiement retenue influencerait la performance de l'opération.

1.1. Le choix de la méthode de paiement dans la littérature

Tout un pan de la littérature s'est attaché à expliquer pourquoi, dans certains cas, les sociétés utilisaient du *cash* et pourquoi, dans d'autres, elles utilisaient leurs propres actions ou un mélange d'actions et de *cash* pour financer l'opération.

Tout d'abord, les chercheurs ont développé des modèles d'asymétrie informationnelle (Myers et Majluf, 1984 ; Hansen, 1987 ; Fishman, 1989). Comme leur nom l'indique, ces modèles reposent sur l'idée qu'il existe une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les différents acteurs du marché. Autrement dit, les dirigeants ont accès à de l'information privée sur la valeur des titres de la société et ses opportunités d'investissement, chose à laquelle les investisseurs extérieurs à la société n'ont pas accès. Par ailleurs, la fiscalité est également un élément déterminant dans le choix de la méthode de paiement d'après la littérature. L'imposition des plus-values lors des opérations financées par du *cash* est immédiate, alors qu'elle est différée pour les opérations financées avec des actions. Parallèlement aux modèles reposant sur les asymétries informationnelles et sur la fiscalité, une famille de théories liées d'une part à la propriété managériale et d'autre part au contrôle externe des dirigeants a été développée. Nous reviendrons à présent sur l'ensemble de ces approches en mettant notamment l'accent sur les modèles d'asymétrie informationnelle.

1.1.1. Les modèles d'asymétrie informationnelle

Les modèles d'asymétrie informationnelle permettant d'expliquer le choix de la méthode de paiement lors des offres publiques ont été développés par Hansen (1987) et Fishman (1989) en s'appuyant sur les travaux précurseurs de Myers et Majluf (1984). Ils supposent une asymétrie informationnelle des deux côtés, ce qui signifie qu'à la fois l'initiateur et la cible ont des informations privées sur leur propre valeur.

➤ *Le modèle de Myers et Majluf (1984)*

Ces deux auteurs montrent que, dans un monde d'asymétrie informationnelle, le choix de la méthode de paiement par les firmes acquéreuses fournit différentes informations sur celles-ci. En effet, les dirigeants qui possèdent de l'information et qui souhaitent agir en respectant l'intérêt de leurs actionnaires actuels utiliseront des titres si ceux-ci sont surévalués. Ils laisseront de côté certains investissements à Valeur Actuelle Nette positives si les titres nécessaires pour financer ces projets sont sous-évalués par le marché. Ainsi, la décision de financer un investissement par des titres va donc être interprétée par le marché de façon négative, si bien que le cours de la société va diminuer lors de l'annonce de l'opération et, de plus, les investisseurs seront incités à diminuer leur évaluation d'une offre en titres, de peur d'acquérir des titres surévalués. Inversement, lorsqu'une offre en cash est réalisée, les actifs de la société seront considérés comme étant sous-évalués, ce qui constitue un signal positif pour les investisseurs.

Suite aux travaux de Myers et Majluf (1984), de nombreux autres modèles d'asymétrie informationnelle ont vu le jour. Parmi eux, on trouve : le modèle de négociation avec informations asymétriques d'Hansen (1987) et le modèle d'offre anticipée de Fishman (1989).

⇒ *Le modèle de Hansen (1984)*

Hansen (1987) a développé un modèle de négociation avec informations asymétriques. Il suppose qu'un offreur a un accès monopolistique à l'information concernant la valeur réelle de l'opération. La stratégie optimale de l'initiateur est de faire une offre unique. Toutefois, lorsque la cible a de l'information privée sur l'état de ses actifs, elle acceptera une offre en cash uniquement si la valeur de celle-ci est supérieure à la valeur de ses titres. L'offreur peut alors utiliser ses propres actions à la place du cash, car elles ont un effet de fixation de prix contingent qui inciterait la cible à accepter l'offre dans tous les cas où elle aurait accepté une offre en numéraire identique. Toutefois, l'acquéreur, détenant une information privée sur sa valeur, n'offrira pas de titres si la cible sous-estime la valeur de l'offre, c'est-à-dire si l'initiateur est convaincu que ses actions valent plus que ce que pense la société cible. Pour ces problèmes de sélection adverse, un équilibre peut néanmoins survenir selon Hansen. Lorsque l'acquéreur offre des titres quand ils sont surévalués et du cash quand ils sont sous-évalués, la cible peut utiliser alors le moyen de paiement ainsi que la valeur de l'offre comme signal de la valeur de la firme initiatrice. De son côté, l'acquéreur, étant donnée la stratégie de la cible, choisit de façon optimale le moyen de paiement et la quantité de titres offerts d'une façon qui confirme l'estimation de l'évaluation réalisée par la cible.

⇒ *Le modèle de Fishman (1980)*

Dans son modèle, Fishman (1989) met l'accent sur le rôle de la méthode de paiement dans la compétition anticipée pour l'obtention d'une même société par plusieurs concurrents. Si un acquéreur potentiel fait une offre, les autres acquéreurs potentiels examinent cette offre, recherchent de l'information quant à sa rentabilité potentielle et, éventuellement, entrent dans la lutte pour le contrôle de la cible. Une offre anticipée doit donc permettre d'éviter cette compétition car, dans le cas de concurrence entre plusieurs acquéreurs potentiels, les gains de la cible augmentent, alors que ceux de l'acquéreur final diminuent (Berkovitch et Narayanan, 1990 ; Bradley et al., 1988 ; De Fedenia et Triantis, 1996). Si une société a proposé une évaluation importante pour la cible, son adversaire peut avoir à faire face à une faible probabilité de gagner, et s'il gagne cette lutte pour le contrôle de la cible, à de faibles gains espérés. Ainsi, si l'offreur initial envoie un signal de forte

évaluation, il peut éviter la compétition. Le fait qu'une offre élevée témoigne d'une forte évaluation et que cela puisse servir à devancer la compétition a été montré par Fishman (1988) sur des échantillons constitués d'offres en cash uniquement.

Ainsi, le modèle d'offre anticipée de Fishman stipule qu'à l'équilibre, les titres sont offerts par les sociétés évaluant faiblement la cible, et du cash est offert par les offreurs évaluant fortement la cible. L'avantage d'une offre en titres est d'inciter l'offreur à prendre une décision efficiente, alors que l'avantage d'une offre en *cash* est, qu'à l'équilibre, elle sert à décourager une compétition potentielle en envoyant un signal de forte évaluation.

1.1.2. Influence de la fiscalité

La fiscalité est aussi supposée avoir un impact sur le choix de la méthode de paiement (Brown et Ryngaert, 1991), car les offres en cash sont considérées comme imposables immédiatement pour les actionnaires de la cible, alors que lors des offres en actions, l'actionnaire de la société cible sera imposé uniquement au moment de la revente des titres. Aux États-Unis et en France, pour bénéficier de cet avantage, il faut que l'offre soit au moins composée de 50% de titres. Donc, si la possibilité de différer cette imposition est importante aux yeux des actionnaires de la société cible, la société initiatrice peut être incitée à offrir des actions pour financer l'opération. De plus, une offre en numéraire nécessite le versement d'une prime plus élevée afin de compenser cette hausse de l'imposition (Huang et Walkling, 1987). Ainsi, d'un point de vue fiscal et en ignorant les effets de signal, les actionnaires de l'établissement acquéreur préféreront une offre en cash si la prime offerte aux actionnaires de la cible n'est pas supérieure aux avantages fiscaux de l'échange. Harris, Franks et Mayer (1987) appellent cet arbitrage fiscal le coût d'efficience de la fiscalité et de la transaction.

Selon le modèle élaboré par Brown et Ryngaert (1991), l'aspect fiscal joue un rôle important dans la détermination du moyen de paiement. L'acquéreur considère l'évaluation réalisée par la cible des titres offerts et les conséquences fiscales de l'offre compte tenu du mode de paiement. Ces auteurs prédisent que toutes les opérations non imposables, c'est-à-dire les mixtes et celles en titres, révèlent une information négative au sujet de l'offreur. Les acquéreurs qui ont une évaluation faible de leur société utilisent donc au moins 50% de titres pour éviter la fiscalisation de l'opération et les initiateurs qui ont une évaluation élevée de leur société utilisent du cash pour éviter que les titres émis soient sous-évalués.

L'hypothèse du rôle de la fiscalité dans la détermination du choix du mode de paiement est également vérifiée par Noronha et Sen (1995). Ces derniers montrent que la propension à réaliser une offre en titres est positivement liée au niveau de crédits fiscaux accumulés par la cible.

1.1.3. Autres modèles explicatifs du choix de la méthode de paiement

Parallèlement aux modèles reposant sur les asymétries informationnelles et sur la fiscalité, une famille de théories liées d'une part à la propriété managériale et d'autre part au contrôle externe des dirigeants a été développée. Les premières proviennent du fait que le choix de la méthode de paiement influence la structure de propriété des sociétés concernées. Ainsi, on suppose généralement qu'un dirigeant évitera de financer une acquisition avec des titres s'il possède une quantité importante des actions de la firme initiatrice, afin de ne pas voir sa participation se diluer au sein de l'entreprise. Inversement, on suppose que le dirigeant de la société cible préférera qu'une acquisition soit financée avec des titres s'il possède une part importante des actions de la cible, afin de conserver le pouvoir et d'augmenter ainsi la probabilité de garder un poste de direction dans la société fusionnée (Stulz, 1988). La seconde branche de théories fait référence aux contrôles des dirigeants par les actionnaires. Il s'agit de l'hypothèse du contrôle externe (Black, 1992). Chaque actionnaire possédant une petite partie des actions de la société ne peut se permettre de contrôler les actions des dirigeants, car cela serait trop coûteux financièrement et en temps. Cependant, les investisseurs qui possèdent une partie relativement importante des titres de la société sont incités à contrôler les actions des dirigeants, c'est-à-dire, à vérifier la qualité des projets dans lesquels le dirigeant investit, ainsi que la façon dont ces investissements sont financés. Puisque les opérations de F&A financées en actions sont en moyenne moins favorablement appréciées par le marché (elles détruisent de la valeur pour les actionnaires de l'acquéreur), les « grands actionnaires » peuvent faire pression sur les dirigeants de la firme acheteuse pour que ceux-ci utilisent du *cash* plutôt que des titres pour financer leurs acquisitions.

Dans cette famille de théories, on retrouve également la théorie des *free cash-flows*. Pour Jensen (1986), les sociétés initiatrices possédant d'importants cash-flows libres ou qui ont une capacité d'endettement suffisante seront prédisposées à réaliser des opérations financées par du *cash* plutôt que par un échange de titres. En effet, les actionnaires préféreront que les dirigeants leur distribuent cet excès de *cash* plutôt qu'ils le réaffectent dans de nouveaux projets. Selon la conception de l'agence, il se peut que les dirigeants aient des raisons de conserver ce *cash* supplémentaire afin de faire croître la firme au-delà de son niveau optimal, leur rémunération étant souvent corrélée à la taille de la société plutôt qu'au profit. Dans cette optique, les opérations de F&A sont à la fois des preuves du conflit entre actionnaires et managers et une solution au problème. Cette théorie suppose donc que les offreurs avec des *cash-flows* libres importants ou qui ont une capacité d'endettement suffisante seront plus enclins à réaliser des opérations en numéraire plutôt que par un échange de titres.

Tous ces modèles exposés précédemment essaient de relever quelques éléments qui sont de nature à influencer le choix de la méthode de paiement lors des opérations de F&A. Ces différents travaux suggèrent que des facteurs aussi variés que l'asymétrie informationnelle entre la société initiatrice et la société cible, la fiscalité, les phénomènes de dilution... influenceraient le choix de la méthode de paiement.

Par ailleurs, Redor (2007) évoque la spécificité du secteur bancaire dans le choix de la méthode de financement des acquisitions. En analysant le cas « BNP – Paribas – Société Générale », il note qu'il est assez rare de voir une banque financer une large acquisition uniquement avec du *cash*. En effet, dans le cas de l'acquisition de la Paribas, il s'agit d'une lutte entre deux banques qui vont successivement offrir différentes méthodes de paiement afin d'inciter les actionnaires d'une même banque cible à apporter leurs titres à leurs offres respectives. La Société Générale et la BNP vont offrir initialement leurs propres actions contre celles de Paribas, puis la Société Générale va offrir une soule en *cash* et des actions, et la BNP des actions et des Certificats de Valeur Garantie ³⁷(CVG) pour prendre le contrôle de Paribas. Une synthèse des différentes offres de la société générale sur Paribas et de la BNP sur la Société Générale et sur Paribas est présentée en annexe 5. L'utilisation d'actions de manière prépondérante s'explique par le fait que le secteur bancaire est un secteur où le financement d'une acquisition par endettement est difficile du fait des contraintes qui pèsent sur les banques en termes de fonds propres prudentiels. De plus, Paribas étant une banque de grande envergure, un financement en *cash* n'est pas envisageable pour la BNP et la société générale, d'autant qu'il nécessiterait le versement d'une prime plus élevée (selon la théorie fiscale). Il est donc assez logique que les deux banques annoncent une offre par échange d'actions. Cette dernière est également cohérente avec le modèle d'Hansen (1987), qui stipule, entre autres, que si la cible représente un poids important par rapport à la société initiatrice, cette dernière utilisera, avec une probabilité plus importante, des titres comme méthode de paiement.

1.1.4. Conclusion : validité des modèles théoriques relatifs au choix de la méthode de paiement

Depuis la fin des années 1970, les auteurs en finance ont étudié les éléments qui influencent le choix de la méthode de paiement lors des opérations de F&A. Cette recherche avait pour objectif de

³⁷ Initialement utilisé en France en 1984, lors de l'opération Besnard et Cie-Financière de Rosario, le CVG est une valeur mobilière émise par une société qui garantit à son porteur le droit de recevoir une somme d'argent ou de titres égale à la différence, si elle est positive, entre le prix de l'Offre Publique et un cours de référence à une échéance donnée. Autrement dit, le CVG garantit aux actionnaires de la société cible une valeur minimale pour les actions offertes à l'échange, ce qui permet de lever l'incertitude quant à leur valeur et de convaincre les actionnaires de la société cible d'apporter leurs titres à l'offre. Le CVG permet ainsi aux dirigeants d'indiquer au marché leur confiance dans l'évolution du titre.

présenter les principales théories développées à ce jour dans ce domaine, ainsi que les principaux tests empiriques de ces théories.

Un premier groupe de théories est lié aux modèles d'asymétrie informationnelle. Comme leur nom l'indique, ces modèles reposent sur l'idée qu'il existe une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les différents acteurs du marché. De plus, la compétition entre les différents offreurs est également supposée influencer le choix de la méthode de paiement. Dans les deux cas précédents, l'utilisation de titres comportent un désavantage par rapport à l'utilisation du *cash*.

Par ailleurs, le législateur peut également avoir un impact important sur le choix du mode de paiement. En imposant immédiatement les plus-values réalisées lors d'une offre en *cash* et en les différant lors des offres par échange d'actions, il rend intéressante cette seconde méthode de paiement pour les actionnaires de la cible qui ne souhaitent pas être imposés immédiatement. Inversement, le législateur a rendu le paiement en actions moins intéressant pour l'initiateur qui est pressé de réaliser son acquisition, car dans ce cas, les autorisations sont plus longues à obtenir.

Enfin, et parallèlement aux modèles reposant sur les asymétries informationnelles et sur la fiscalité, d'autres conceptions telles que celles de la propriété managériale ou du contrôle externe des dirigeants ont été développées.

La validation empirique de l'ensemble de ces modèles ne permet pas de les confirmer ou de les infirmer de manière catégorique, car ces modèles mettent fréquemment en évidence des résultats contradictoires. Selon Redor (2007), il existe toujours un besoin de connaissances encore important sur cette question. Ceci est d'autant plus vrai, d'après cet auteur, que les dernières recherches ont posé plus de questions qu'elles n'ont donné de réponses, notamment en ce qui concerne le choix de la méthode de paiement en relation avec un certain nombre de variables telles que le statut de la cible, la proximité géographique de l'acquéreur et de la cible, etc.

De manière générale, le choix par le dirigeant du moyen de paiement lors d'une acquisition est une décision très complexe, car elle est influencée par un très grand nombre de variables. En effet, avant de prendre sa décision, le dirigeant doit prendre en considération ses propres intérêts, la législation, les caractéristiques propres aux firmes impliquées telles que leurs statuts ou leurs performances récentes, l'état actuel du marché des actions... (Redor, 2007). Selon cet auteur, le fait qu'il existe une multitude d'éléments influençant ce choix est très certainement la première raison permettant d'expliquer que les études empiriques sont contradictoires. Rejeter l'ensemble des conceptions existantes sous prétexte que certaines recherches empiriques ne permettent pas de les valider serait très certainement une erreur. Il serait au contraire plus judicieux d'étudier en détail les raisons qui font que, dans certains cas, les théories sont validées et que, dans d'autres cas, elles doivent être rejetées.

Enfin, il est important de souligner que les modèles théoriques évoqués précédemment servent jusqu'aujourd'hui de fondements théoriques aux analyses portant sur l'influence du choix de la méthode de paiement lors des F&A sur les rendements boursiers des firmes impliquées, comme nous le verrons au paragraphe suivant. Ainsi, des études aussi récentes que celle de Diaz et al. (2009), Kurokawa (2010) et Malmendier et al. (2011) cherchent à valider les hypothèses inhérentes à chacun des modèles présentés et notamment l'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984) qui reste incontestablement très utilisée et citée dans les travaux, même les plus récents, portant sur les déterminants des rendements anormaux et des primes offertes.

1.2. Méthode de paiement et création de valeur

Après avoir évoqué quelques modèles et théories explicatifs du choix du recours à une méthode particulière de paiement, nous allons essayer de voir comment le marché évalue chacune de ces méthodes et leur impact sur la performance d'une F&A.

L'un des premiers auteurs à avoir mis en évidence l'impact de la méthode de paiement dans les opérations de F&A sur les rendements anormaux des acquéreurs est Travlos (1987), parallèlement à Huang et Walkling (1987) qui ont étudié son influence pour les actionnaires des cibles.

En effet, le moyen de paiement utilisé a un impact sur les rendements des acquéreurs, et ce principalement à cause d'un effet de *signalling* sur la valorisation de l'acquéreur. Dans ce contexte, et comme nous l'avons déjà présenté, l'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984) prédit qu'une offre d'acquisition payée en titre sera considérée par le marché comme signe que ces titres sont surévalués. Cette hypothèse a été validée par Travlos (1987), qui a mis en évidence des rentabilités anormales négatives pour les firmes initiatrices lors des opérations financées en titres et des rentabilités anormales nulles ou positives lors des opérations financées en cash. Plusieurs autres résultats américains et européens portant sur l'impact du mode de paiement confirment ceux de Travlos (1987). Nous en citerons les résultats de Asquith et al. (1990), Servaes (1991), Andrade et al. (2001) ou encore Campa et Hernando (2009). (Tableau 6).

Tableau 6 : Méthode de paiement et Rendements anormaux de l'acquéreur

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Cash	Mixte	Actions
Travlos (1987)	1972-1981	167	(-10, +10)	-0,13 %	-	-1,60 %
Asquith <i>et al.</i> (1990)	1973-1983	186	(-1, 0)	0,20 %	-1,47 %	-2,40 %
Servaes (1991)	1972-1987	380	(-1, concl.)	3,44 %	-3,74 %	-5,86 %
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973-1998	3688	(-1, +1)	0,40 %	-	-1,50 % ^b
Campa <i>et al.</i> (2009)	1999-2007	470	(-1, +1)	0,43 %	-0,80 %	-1,50 % ^b

Les lettres ^a et ^b dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

Tous ces travaux semblent appuyer le constat de Tessema (1989) concluant que le marché considère une offre en titres comme étant moins séduisante qu'une offre en cash.

Plus récemment, Malmendier, Opp et Saidi (2011) ont analysé un échantillon d'opérations de F&A qui ont échouées entre 1980 et 2008 (94 payées par cash et 114 par actions). Ils trouvent que les cibles payées par cash voient leurs cours boursiers augmenter en moyenne de 15% après l'échec de la transaction. A contrario, le cours des cibles pour lesquels des titres sont offerts revient au niveau pré-acquisition après l'échec de l'opération. Du côté des firmes initiatrices, l'avantage est également pour les offres en cash avec une perte de valeur significative de -15% enregistrée après l'échec des opérations financées en titres, contrairement aux offres en cash dont les gains restent peu significatifs. Le résultat de Malmendier et al. semble également être cohérent avec le modèle d'asymétries informationnelles de Myers et Majluf (1984), stipulant qu'une offre en action soit perçue par le marché comme signe de surévaluation des titres.

Selon Tesolain (2010), il est important de souligner que le paiement par échange d'actions est particulièrement intéressant dans deux autres cas de figure :

- (1) lorsqu'il s'agit de financer des opérations portant sur des cibles de taille importante, comme c'est le cas souvent dans le secteur bancaire : le paiement en actions évite à l'acquéreur de devoir lever des fonds sur les marchés financiers et bancaires (opération coûteuse qui augmente le risque financier de l'entreprise). Dans l'échantillon de Faccio et Masulis (2005), les transactions financées par actions sont en moyenne 17 fois plus importantes que celles exclusivement en cash ;
- (2) lorsqu'il s'agit de financer des opérations où il y a une forte asymétrie d'information concernant l'évaluation de la cible : il semble optimal pour l'acquéreur d'offrir des actions aux actionnaires de la cible afin de partager avec ces derniers les risques liés à la mauvaise évaluation de la cible (Hansen, 1987 ; Officer, Poulsen et Stegemoller, 2009), notamment quand celle-ci n'est pas cotée ou quand il s'agit d'une cible étrangère, comme nous le verrons ultérieurement.

Par ailleurs, selon Redor (2007), l'impact de la méthode de paiement sur la performance dépend également de la cible. Le même constat a été fait par Chang (1998). Ce dernier trouve, à l'inverse des résultats précédents, que les opérations financées grâce à des titres sont associées à des gains supérieurs que celles financées en numéraire, et ce lorsque la cible est détenue de façon privée (non cotée). L'explication avancée par l'auteur est liée au phénomène informationnel : lorsque les sociétés offrent des titres pour acquérir des sociétés détenues de façon privée par un petit nombre d'actionnaires, les problèmes d'asymétrie informationnelle peuvent être atténués par la révélation d'informations privées aux actionnaires de la société cible. L'auteur explique également que l'actionnaire d'une société cible non cotée a tout intérêt à examiner minutieusement les perspectives de l'acquéreur car, à l'issue de l'opération, il détiendra une quantité importante de titres de la société initiatrice. De ce fait, les actionnaires de sociétés détenues de façon privée envoient un signal positif au marché s'ils acceptent une offre en titres. L'analyse de Fuller, Netter et Stegemoller (2002), portant sur un échantillon de 3135 acquisitions consolide celle de Chang (1998) dans le cas des sociétés non cotées. En revanche, pour les acquisitions des entreprises cotées, elles se traduisent par des rentabilités négatives et significatives pour les acquéreurs lorsque des titres sont offerts. Il semblerait alors, d'après ces auteurs, que le marché réagit positivement à l'acquisition de cible non cotée en utilisant des titres et d'une cible cotée grâce à du cash. En conséquence, les résultats de cet auteur semblent appuyer ceux Travlos (1987) ainsi que le modèle d'asymétrie informationnelle de Myers et Majluf (1984), et ce uniquement pour les cibles cotées.

Dans le secteur bancaire, le cas évoqué précédemment de l'acquisition de Paribas confirme ces conclusions. Le paiement en actions paraît moins bien perçu que le paiement en cash lors d'acquisitions de firmes cotées telles que Paribas. De plus, les conséquences boursières de cette opération sont également cohérentes avec l'idée que les grands bénéficiaires des opérations de F&A sont les actionnaires de la cible. Ainsi, les actionnaires de Paribas réalisent des gains anormaux de 23,62% entre l'annonce de la première opération et le succès de l'offre de la BNP sur Paribas. Au cours de la même période, la Société Générale réalisait des gains de 18,38% et la BNP réalisait des pertes anormales de -6,80%. Malgré cet impact négatif à court terme, Redor (2007) souligne que les actionnaires de la BNP ont largement profité de cette acquisition sur le long terme.

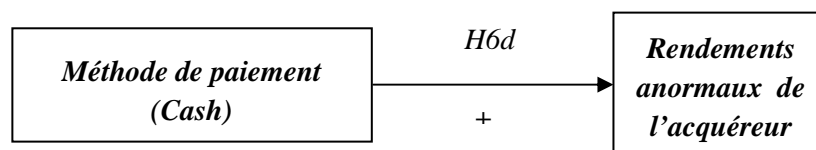
Par ailleurs, l'étude de Baradwaj, Dubofsky et Fraser (1991) a examiné un échantillon d'opérations de F&A intra-Etats et inter-Etats de banques américaines. Sans tenir compte du statut des cibles, ils trouvent des gains supérieurs pour les établissements initiateurs associés à l'utilisation du cash pour le financement de l'opération. Le même constat est fait par Cornett et al. (2003), Grullon et al. (1997) et Diaz et al. (2009) sur des échantillons de banques initiatrices respectivement de 177, 146 et 49 établissements. Ils mettent en évidence des rentabilités anormales positives lorsque les acquéreurs

utilisent du cash comme méthode de paiement. Toutes ces conclusions semblent aller dans le même sens que celles de Travlos (1987) et Antoniou et Zhao (2004), entre autres, portant sur les firmes non-bancaires. En revanche, d'autres études portant sur le secteur financier n'ont pas trouvé de lien entre les rendements anormaux enregistrés à l'annonce d'une opération et la méthode de paiement retenue (Subrahmanyam, Rangan et Rosenstein, 1997 ; Cornett et De, 1991a,b).

Malgré que les études établissant le lien entre la méthode de paiement et la performance soient mitigées, il semblerait, à travers la littérature, que le paiement en actions soit moins bien perçu que le paiement en *cash*. Ce constat est cohérent avec l'hypothèse du contenu informationnel formulée par Myers et Majluf (1984) ainsi que l'hypothèse de *free cash-flows* formulée par Jensen (1986). Selon la première hypothèse, une offre d'acquisition en action sera perçue par le marché comme signe de surévaluation des titres. De ce fait, la décision de financer l'acquisition par des titres incitera les investisseurs à diminuer leur évaluation, de peur d'acquérir des titres surévalués. Inversement, lorsqu'une offre en cash est réalisée, les actifs de la société seront considérés comme étant sous-évalués, ce qui constitue un signal positif pour les investisseurs. Quant à la seconde hypothèse, elle soutient que les acquisitions payées en espèces réduisent les coûts d'agence des *free cash flows*.

Ainsi, la vérification de ces deux hypothèses devrait conduire à observer que les transactions en titres débouchent sur des rendements anormaux négatifs à la date d'annonce, tandis que les transactions en espèces produisent des rendements anormaux positifs. Nous formulerons donc l'hypothèse suivante :

Hypothèse H6d : *Les établissements financiers initiateurs enregistrent une réaction positive à l'annonce d'une acquisition financée par cash.*



1.3. La méthode de paiement, en tant que déterminant de la prime de contrôle, et création de valeur

De nombreux analystes et auteurs considèrent le moyen de paiement utilisé pour conclure une transaction comme étant très déterminant du niveau de la prime offerte par l'acquéreur. Comme nous l'avons vu précédemment, la théorie fiscale souligne qu'une offre en numéraire nécessite le versement d'une prime plus élevée afin de compenser la hausse de l'imposition qu'entraînerait ce mode de paiement (Huang et Walkling, 1987). Ainsi, les actionnaires de l'établissement acquéreur

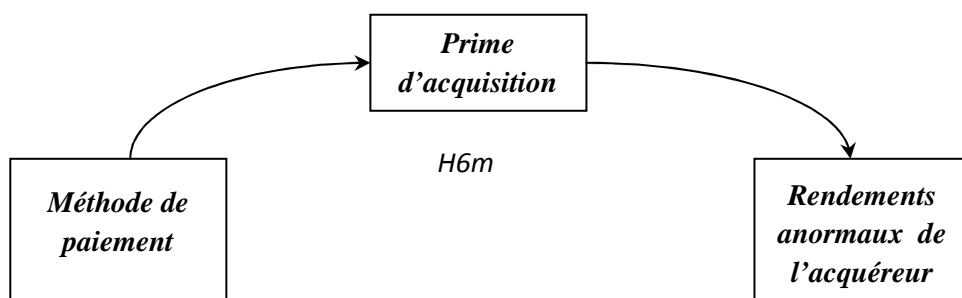
préféreront une offre en *cash* si la prime offerte aux actionnaires de la cible n'est pas supérieure aux avantages fiscaux de l'échange. Dans ce sens, Blackburn et al. (1997) affirment que bien que les opérations financées par du cash aient un avantage pour l'initiateur, conformément à l'hypothèse du contenu informationnel formulée par Myers et Majluf (1984), elles nécessitent le versement d'une prime plus élevée. Ce constat est confirmé par Davidson et Cheng (1997) ainsi que Savor et Lu (2009). Les premiers trouvent que les sociétés cibles acquises grâce à du cash perçoivent en moyenne une prime de 39.93%, alors que celles qui sont acquises grâce à des titres en perçoivent en moyenne 29.25%. Ce résultat est cohérent avec les prédictions de Franks et al. (1988) stipulant que la compétition est plus élevée lors des offres en cash que lors des offres en titres. Il en résulte une guerre d'enchère entre les offreurs, qui peut conduire à des primes excessives, c'est-à-dire, plus élevée que l'évaluation de la cible. Toutefois, le modèle de compétition anticipée de Fishman (1989) soutient que l'initiateur utiliserait du cash afin de signaler une évaluation importante de la cible de telle sorte à décourager une compétition potentielle avec d'autres offreurs. Ainsi, Shawky, Kilb et Staas (1996) trouvent sur un échantillon de 320 F&A bancaires que les primes de contrôle versées sont plus élevées lors des offres financées par échange de titres. L'effet dissuasif d'une offre en cash permet à l'acquéreur d'éviter tout processus de surenchère susceptible d'entraîner le versement d'une prime encore plus élevée que celle versée initialement. Ce paiement en cash constitue donc un signal que l'acheteur potentiel valorise beaucoup la cible et que celui-ci désire compléter la transaction rapidement, en évitant les délais qui peuvent survenir quand des titres sont impliqués. Les acheteurs rivaux sont alors écartés, ce qui affecte la compétition (Slusky et Caves, 1991).

Toujours dans le secteur bancaire, Becher et Campbell (2004) ont analysé un échantillon de 146 banques américaines qui ont conduit des opérations de F&A entre 1990 et 1999. Leurs résultats ne mettent en évidence aucun impact de la méthode de paiement sur le niveau des primes versées.

Par ailleurs, Antoniou, Arbour et Zhao (2007) ont conduit un autre type d'analyse à partir d'un échantillon de 365 opérations de F&A au Royaume-Uni. Ils ont divisé leur échantillon en trois niveaux selon la prime offerte : le niveau de prime le plus inférieur est de 10% (niveau 1) et concerne 30% des firmes de l'échantillon, suivi de 42% (niveau 2) pour 40% des firmes et enfin 89% (niveau 3, le plus élevé) pour les 30% restant de l'échantillon. En contrôlant la méthode de paiement, ils relèvent des rendements anormaux (de long terme) non significatifs sur 2 et 3 ans pour les acquéreurs du niveau 1 (faible prime) utilisant du cash comme moyen de paiement. Toutefois, ces rendements sont significativement négatifs (de 1 à 3 ans) pour les acquéreurs du niveau 1 qui ont utilisé leurs titres pour financer l'acquisition. La différence des rendements enregistrés pour les niveaux 1 et 3 (prime élevée – prime faible) est positive lorsque la méthode de paiement retenue est les titres, contrairement au *cash* où le différentiel des rendements est négatif. Ces résultats, bien qu'ils soient

peu significatifs, suggèrent, selon Antoniou et al., que les opérations impliquant des actions véhiculent, conformément à l'hypothèse du contenu informationnel (Myers et Majluf, 1984), une information négative du fait de la surévaluation de l'acquéreur de ses propres titres. De plus, payer en titres une prime élevée signale la sur-confiance du management quant aux synergies futures du *deal*. A l'instar de Antoniou et al., nous allons mettre en relation la méthode de paiement avec la prime versée par l'acquéreur et les rendements de celui-ci. Pour notre cas, cette mise en relation portera sur les rendements à court terme et supposera l'impact médiateur de la prime sur la relation entre la méthode de paiement et les rendements post-acquisition de l'acquéreur. En effet, dans la proposition portant sur le lien direct entre le mode de paiement et la performance, nous avons supposé que l'utilisation du cash est associée à de meilleurs rendements pour l'acquéreur conformément à l'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984). En gardant cette même causalité positive « Cash/RAC », nous supposerons dans l'analyse de la médiation que le paiement d'une cible en espèces est associé à des primes moins élevées ce qui se répercuterait positivement sur les rendements de l'initiateur. Cette conception est cohérente avec le modèle de compétition anticipée de Fishman (1989). Ce dernier soutient que l'initiateur utiliserait du cash afin de signaler une évaluation importante de la cible de telle sorte à décourager toute compétition potentielle avec d'autres offreurs. Ainsi, en écartant la concurrence, la prime versée sera moins importante que celle qui serait payée si l'initiateur entrait dans un processus d'enchère. Nous pouvons alors suggérer que :

Hypothèse H6m : *L'utilisation du cash comme moyen de paiement influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à une prime versée moins élevée.*

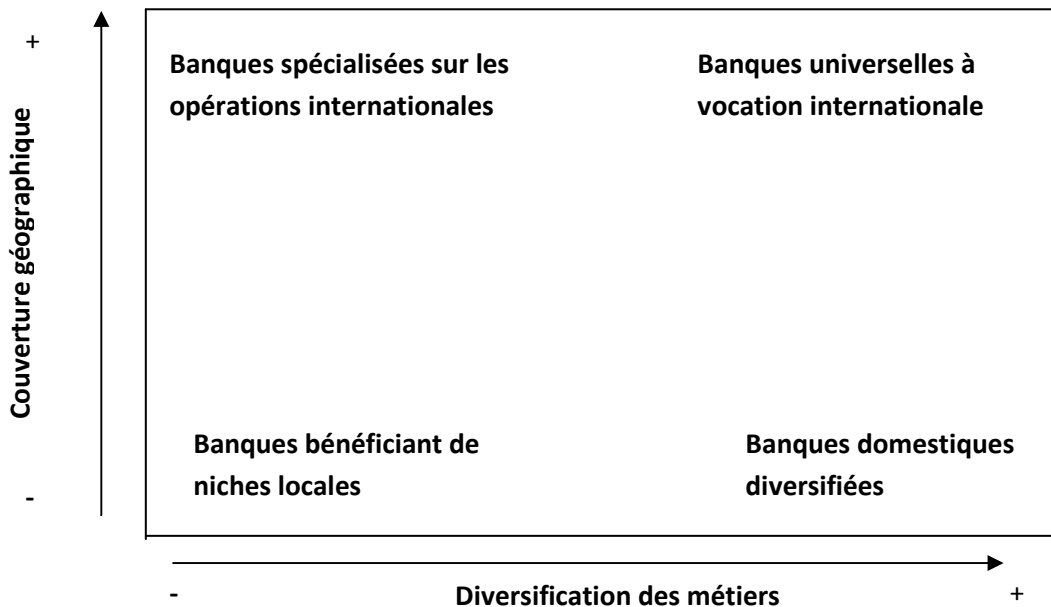


2. Incidence de la diversification

Dans le contexte des F&A bancaires, les principales évolutions constatées dans le jeu des acteurs permettent d'appréhender les motivations stratégiques recherchées à travers ces opérations. La

matrice ci-dessous met en lumière quatre types de comportements stratégiques concernant les acteurs bancaires.

Figure 12 : Les quatre positionnements stratégiques des banques à travers les F&A



Source : Banque Stratégie N° 157, février (1999)

- Les banques bénéficiant de niches locales, métiers ou clientèle, sont situées dans le premier quart de la matrice. S'ils sont jugés rentables ou susceptibles de le devenir, ces types d'acteurs sont fortement susceptibles de se regrouper avec une entité plus importante. Répondant à ce modèle, on peut citer les acquisitions réalisées en France par General Electric Services (le crédit de l'Est et la Sovac).

- Les banques domestiques diversifiées, situées dans le deuxième quart de la matrice, se caractérisent par une gamme élargie de leurs produits et prestations. La stratégie des acteurs les plus dynamiques est guidée par l'acquisition de réseaux complémentaires, aux fins de consolider leur part de marché, voire de compléter leur gamme de produits, mais surtout d'apparaître comme établissement de référence aux yeux des consommateurs. Ces opérations doivent en outre leur permettre de réaliser des économies de fonctionnement, à travers la rationalisation des réseaux et l'unification.

- Les banques ou sociétés financières exerçant des activités spécifiques à l'international, sont situées dans le troisième quart de la matrice. Elles tentent de se développer au travers d'acquisitions ponctuelles très ciblées. Dans le domaine du crédit à la consommation, Cetelem est aujourd'hui un

des leaders européens, ayant su, par croissance interne ou par des partenariats adaptés, bâtir un véritable réseau international.

- *Les banques universelles à vocation internationale*, ont cumulé simultanément diversification et croissance hors de leurs frontières. La plupart des grandes banques européennes sont présentes dans cette quatrième partie de la matrice.

Nous verrons, à présent, l'incidence de ces deux types de diversification (métiers/produits *versus* géographique) sur la performance des établissements acquéreurs qui se lancent dans chaque type d'opération.

2.1. Diversification et rendements boursiers de l'acquéreur

2.1.1. La proximité sectorielle (des activités) de l'acquéreur et de la cible

La recherche dans le domaine de la diversification des activités économiques occupe une place importante dans la littérature scientifique en management stratégique. Elle a conduit à préciser la nature du lien entre stratégie de diversification et profitabilité. En même temps, la recherche en finance s'est affinée pour tenir compte de l'impact de la diversification sur la création de valeur.

En effet, Maquieira et al. (1998) sont en faveur des regroupements de type horizontal. Ils trouvent que ceux-ci sont plus créateurs de valeur (expertise des dirigeants, économies d'échelle, part de marché, etc.) que les rapprochements de type congloméral (accès à des capitaux à moindre coût et réduction des risques financiers). Des résultats empiriques plus mitigés ont été obtenus par Eckbo (1986) et Datta et al. (1992). Par ailleurs, dans le contexte français, le constat de Hamza (2007) appuie celui de Maquieira et al. (1998). Il trouve que la quasi-totalité des opérations de F&A explorées montre un engagement des acteurs concernés dans des stratégies de regroupement de type horizontal. Ces regroupements sont associés à des rendements anormaux cumulés positifs. L'argument principal, selon l'auteur, tient au fait que la similarité sectorielle permet de créer une position dominante permettant à la nouvelle entité d'accroître son pouvoir de marché en réduisant l'intensité de la concurrence sur les prix. Selon Mpasinas et Colot (2004), le choix de l'entreprise cible est fonction des objectifs stratégiques poursuivis par l'entreprise acquéreuse. Par exemple, si elle cherche à accroître sa part de marché ou exploiter des synergies pour réduire les coûts de production, elle investira dans son secteur. Si par contre, elle cherche à redéployer son activité vers des marchés porteurs, elle investira dans un secteur à forte croissance.

Plusieurs études ont adopté la méthodologie des études d'événements pour conclure de l'impact de la diversification produits/activités sur les rendements générés par l'opération. Ainsi, Schipper et Thomson (1983) sont en faveur de cette diversification et relèvent des RAC positifs pour les acquéreurs lors d'annonces de F&A diversifiées. De leur côté, Lubatkin (1987), Singh et Montgomery (1987) constatent que les RAC associées à la diversification ne sont pas significatifs. En revanche, pour Moeller et al. (2004) et Morck, Schleifer et Vishny (1990), les RAC des acquisitions diversifiées sont faibles pour les firmes initiatrices. L'argument avancé par Morck et al. tient de la perspective de l'agence. Ces auteurs se sont intéressés aux acquisitions qui sont de mauvais investissements pour les actionnaires acquéreurs et vérifient si celles-ci fournissent des avantages privés aux managers acquéreurs. Ils se concentrent donc sur la stratégie de diversification qui pourrait être mise en œuvre par les managers pour servir leurs propres intérêts. Ils retiennent en effet comme hypothèses à vérifier que si les managers eux-mêmes sont peu diversifiés, ils vont diversifier les activités de la société pour réduire le risque pesant sur leur capital humain, même si la diversification offre peu d'avantages pour les actionnaires ; de même, les managers risquent de se lancer dans de nouveaux secteurs d'activités pour assurer la survie et la continuité de la société, même si la maximisation de la richesse des actionnaires exige la fermeture et la liquidation. En outre, et dans le même ordre d'idée, quand les faibles performances de la société menacent l'emploi du manager, celui-ci va adopter une stratégie d'enracinement en entrant dans de nouvelles activités où il pourrait se montrer meilleur en investissant dans des actifs spécifiques à son savoir-faire. Leurs résultats indiquent que la diversification réduit fortement les RAC, et l'effet est plus accentué lorsque les auteurs distinguent des sous-périodes. Ils trouvent une forte influence dans les années 80 comparée aux années 70. Les années 80 coïncident, selon les auteurs, avec la montée d'OPA hostiles qui ont parfois démantelé les conglomérats construits durant les deux décennies précédentes.

D'autres auteurs ont adopté une méthodologie différente des études d'événement pour cerner l'incidence de la diversification (Berger et Ofek, 1995). Ces derniers ont estimé ses effets entre 1986 et 1991 en valorisant par la méthode des comparables les divers secteurs d'activité d'une même entreprise comme des unités isolées. Ils comparent la somme des valorisations unitaires avec la valeur effective globale de l'entreprise. Ils concluent alors à une perte moyenne de valeur de 13 à 15 % due à la diversification. Cette perte diminue lorsque les unités de la société diversifiée partagent le même code SIC à deux chiffres.

Dans le secteur bancaire, la diversification des activités concerne l'extension des produits bancaires vers ceux de l'assurance ou encore des activités de la banque de détail vers ceux de la banque d'investissement (Hagendorff, et al., 2007).

Les arguments en faveur d'une diversification des activités bancaires sont principalement de trois ordres :

- *Réduction du risque* : Plusieurs auteurs soutiennent que la combinaison des activités non traditionnelles et des activités traditionnelles diminue le risque de l'actif des banques (Laderman, 1999 ; Demsetz et Stahan, 1997 ; Bhargava & Fraser, 1998). En effet, en considérant le portefeuille d'activités des banques, la théorie financière et le modèle d'équilibre des actifs financiers appréhendent bien l'analyse des risques inhérents à la diversification d'un portefeuille. Ainsi, le risque d'un ensemble d'activités est rapporté au risque propre de chaque activité et aux corrélations entre ces activités. Le risque pour une banque diversifiée sera d'autant plus réduit que les corrélations entre les rendements des activités bancaires et non bancaires³⁸ seront faibles ou négatives (Patry, 2002).
- *Economies de coût* : Comme nous l'avons souligné dans l'analyse des synergies opérationnelles, l'intérêt de la diversification des activités bancaires réside également dans la possibilité d'exploiter des économies d'échelle et de gamme. Elles peuvent apparaître en raison du partage de certaines ressources ou de certains actifs entre plusieurs produits (réseaux de distribution, systèmes d'information, etc.) (Berger et Humphrey, 1998).
- *Théorie de l'intermédiation* : La possibilité de vendre un ensemble de produits diversifiés à un même client permet aussi d'atténuer l'asymétrie d'information entre la banque et le client, proposant ainsi une meilleure évaluation du risque. La banque bénéficie alors d'économies informationnelles et d'un effet de réputation (Greenbaum et al., 1989).

Toutefois, et comme le souligne Patry (2002), les résultats des études empiriques relatives aux arguments théoriques en faveur d'une diversification sectorielle sont contrastés et ne permettent pas de tirer de conclusions définitives sur leur existence dans le secteur bancaire. Ainsi, si les résultats de Berger et Humphrey (1998) sont favorables à la diversification des activités bancaires, d'autres convergent, en revanche, vers le bien fondé de la spécialisation (DeLong, 2001 ; Berger et Ofek, 1995). Pour ces auteurs, le recentrage et la concentration des activités améliorent les performances des firmes bancaires. Quant aux études d'événement effectuées dans ce contexte, Cybo-Ottone et Murgia (2000) relèvent, sur un échantillon de F&A bancaires en Europe entre 1988 et 1997, des rendements anormaux positifs pour les entités combinées, associés soit au recentrage des activités bancaires, soit à l'extension de celles-ci vers les activités de l'assurance. Cette préférence des marchés pour le recentrage des activités bancaires a été aussi mise en évidence par Beitel et al. (2003) en Europe et DeLong (2001) aux Etats-Unis.

³⁸ De ce point de vue, la diversification dans le domaine de l'assurance est justifiée (Molyneux et Genetay, 1998).

Il conviendrait enfin de noter que nous n'allons pas formuler d'hypothèse concernant l'impact de la diversification des activités lors des acquisitions bancaires sur les rendements boursiers. En effet, les banques acquéreuses de notre échantillon partagent le même code SIC à trois chiffres avec les banques acquises (code 602). Nous reviendrons sur ce point dans la partie empirique.

Nous verrons au paragraphe suivant comment l'autre forme de diversification, à savoir géographique, est étudiée par les auteurs lors des rapprochements bancaires. La proximité géographique de l'acquéreur et de la cible influence-t-elle la performance ?

2.1.2. La proximité géographique de l'acquéreur et de la cible

La question du caractère national ou international des F&A se pose à un double titre : soit parce que la dimension géographique peut altérer l'influence des déterminants habituels des opérations nationales, soit parce qu'elle peut amener à tenir compte d'éléments spécifiques aux acquisitions internationales (Tesolin, 2010). Ainsi, par exemple, dans le premier cas, afin d'atténuer le risque de sélection adverse, le paiement en actions semblera le mieux adapté lors d'une F&A d'une cible étrangère dans la mesure où celle-ci sera plus difficile à évaluer qu'une cible nationale. Toutefois, cette dernière acceptera avec difficulté des actions étrangères et préférera le paiement en cash, à moins que le pays de l'acquéreur accorde un statut juridique satisfaisant aux actionnaires (Rossi et Volpin, 2004 ; Gaughan, 2007). Dans le second cas, par rapport aux opérations nationales, les F&A internationales présentent des caractéristiques spécifiques comme la possibilité d'une diversification territoriale, parfois accompagnée aussi de mouvements de capitaux liés aux taux de change (Denis et al., 2002 ; Moeller et Schlingemann, 2005). Par rapport à ce dernier point, Erel et al. (2009) vérifient sur un échantillon s'étalant de 1990 à 2007 que les acquéreurs ont tendance à se tourner vers des cibles de pays dont la devise s'est dépréciée par rapport à leur propre devise et dont le marché boursier a été moins performant que le leur. Les multinationales peuvent être vues, selon Baker et al. (2009), comme des arbitragistes.

En effet, les études portant sur l'impact de la diversification géographique sur la richesse actionnariale sont aussi mitigées. Ainsi, des auteurs, comme Eun et al. (1996), Morck et yeung (1992) ou encore Doukas (1995) sont favorables à la diversification. Pour Eun et al., les F&A transfrontalières sont créatrices de valeur en particulier lorsque les dirigeants de l'entreprise initiatrice sont en mesure de profiter des imperfections des marchés étrangers. Ils relèvent que les actionnaires de firmes acquéreuses étrangères qui réalisent des acquisitions aux Etats-Unis obtiennent des rendements anormaux significatifs de l'ordre de 2%. Toujours aux États-Unis, Doukas (1995) trouve que les regroupements transfrontaliers génèrent des rendements positifs et significatifs. Pour

cet auteur, le réseau multinational constitue un atout pour la firme lui permettant de tirer profit du financement direct à l'étranger afin d'étendre ses activités, ce qui lui permet de réaliser des synergies, des économies d'échelles et d'envergure en dehors des frontières nationales. En outre, il remarque que l'acquéreur américain recueille la plupart des avantages lorsque l'opération l'introduit pour la première fois sur le marché de la cible et que ce marché est moins développé. Dans le même ordre d'idées, Morck et Yeung (1992) considèrent que les opérations au-delà des frontières facilitent l'internalisation des marchés des actifs incorporels et des investissements en recherche et développement. D'après l'hypothèse d'internalisation, les difficultés de transactions portant sur les actifs incorporels, tels que le savoir-faire productif, les marques et brevets, l'habileté managériale ou de marketing et autres, désavantagent les actionnaires. Pour surmonter cet obstacle, l'entreprise favorise son expansion à l'étranger, ce qui lui permettrait d'augmenter les retombées de l'exploitation interne de ses actifs incorporels et accroîtrait par conséquent la valeur pour ses actionnaires.

Toujours, par rapport à l'effet bénéfique de la diversification, mais cette fois sur des échantillons autres qu'américains, Faccio, McConnell et Stolin (2006) documentent que les acquisitions transfrontalières en Europe génèrent des rendements excédentaires plus importants que ceux obtenus lors de transactions intra-nationales. Pour les acquéreurs britanniques, Conn et al. (2005) comparent les effets à court et à long terme des F&A nationales et internationales de cibles cotées et non cotées. Les F&A de cibles cotées génèrent des RAC négatifs pour les acquéreurs à l'annonce, lorsque les opérations sont nationales, et nuls lorsqu'elles sont internationales, ce qui donne un avantage à la diversification géographique. En revanche, quand les cibles sont privées, les rendements sont positifs dans les deux cas.

A côté de ces études scrutant le bien-fondé des opérations diversifiées, d'autres recherches sont en revanche défavorables à ce type de transaction. Par exemple, aux États-Unis, Cakici et al. (1996) affirment que ces opérations transnationales sont destructrices de valeur pour les firmes acquéreuses. Le même constat est fait au Canada : sur un échantillon de cibles, Eckbo et Thornburn (2000) trouvent que la performance financière des firmes acquéreuses canadiennes est meilleure que celle des firmes américaines. Moeller et Schlingemann (2005) confirment les résultats canadiens précédents. Ils relèvent, à partir d'un échantillon américain de 4429 opérations entre 1985 et 1995, que les acquéreurs américains réalisant des opérations nationales obtiennent des RAC supérieurs d'environ 1% par rapport à ceux qui acquièrent des cibles étrangères. Pour ces auteurs, l'environnement joue un rôle déterminant, car ces rendements sont fonction du degré de protection des droits des actionnaires offert par le système légal et fiscal de la cible et qui influence d'ailleurs aussi le choix du mode de paiement. L'autre explication est que les cibles étrangères sont porteuses de beaucoup d'asymétrie d'information, ce qui rend leur évaluation moins évidente pour l'acquéreur

qu'une cible nationale. D'ailleurs, Officer et al. (2009) soulignent, en s'inspirant du modèle de négociation avec informations asymétriques de Hansen (1987), qu'il semble plus optimal pour l'acquéreur d'offrir des titres aux actionnaires d'une cible étrangère afin de partager avec ces derniers les risques liés à toute mauvaise évaluation. Dans ce sens, Plusieurs auteurs trouvent des primes versées plus élevées lors des opérations transfrontalières (Rogowski et Simonson, 1987 ; Frieder et Petty, 1991).

Outre ces échantillons américains et canadiens, Bertrand et Zuniga (2006) prolongent les résultats précédents dans les pays de l'OCDE. Toutefois, ils observent que les F&A nationales et internationales dans ces pays n'ont pas d'impact significatif sur les activités nationales de recherche et développement, si ce n'est un léger accroissement des investissements dans quelques industries particulières, mais négligeable au niveau agrégé.

Dans le secteur bancaire, comme nous l'avons déjà noté, la diversification géographique des établissements peut s'opérer soit à travers des filiales (*interstate banking*), soit via des succursales ou des agences (*interstate branching*). Selon Mishkin (2010), les banques ont montré une certaine préférence à développer leurs activités transfrontalières plutôt à travers des filiales. Pour cet auteur, la structure à filiales est apparue moins agressive pour le pays d'accueil que l'établissement d'un nouveau réseau d'agences ou la fusion dans la marque et la dénomination de la banque mère. La filiale permet en effet la continuité des affaires et le maintien des symboles d'identification (dénomination, logo, marque, etc.).

Quant à l'incidence sur la performance de la diversification géographique des banques, les résultats de Houston et Ryngaert (1997) et de Beitel et al. (2003), respectivement aux États-Unis et en Europe, sont plutôt défavorables à la diversification et trouvent que le recentrage géographique a un impact positif sur la réussite des F&A bancaires américaines et européennes. A contrario, Palia (1993) relève un coefficient positif entre diversification géographique et les rendements des banques acheteuses. De leur côté, Diaz et al. (2009) ne mettent en évidence, sur leur échantillon de 49 F&A bancaires européennes, aucun impact de la diversification géographique sur les rendements anormaux cumulés des acquéreurs.

Toujours en Europe, Hagendorff et al. (2010) ont analysé les primes payées et les rendements boursiers des banques engagées dans les opérations de F&A dans les pays de l'UE-25 entre 1997 et 2007. Pour ces auteurs, la question de la diversification géographique dans le secteur financier a été peu soulevée dans la littérature en Europe comparé aux États-Unis, même si la tendance européenne est à la création du marché unique des services financiers. Ce manque d'attention dans les travaux européens pourrait être attribué, selon les auteurs, à la grande diversité des lois bancaires et boursières des pays de l'UE relativement aux États-Unis. En effet, les directives européennes ont

introduit des standards visant à harmoniser certains aspects pruden­tiels des établissements financiers. Toutefois, la discrétion donnée aux Etats membres pour l'implémentation de ces directives n'est pas sans incidence sur l'activité de F&A des banques européennes. Par exemple, en matière de protection des actionnaires, Hagendorff et al. montrent que les différences constatées à ce niveau ont un impact significatif sur les rendements des banques initiatrices autour de la date d'annonce. Ces rendements sont plus importants si le niveau de protection des investisseurs est faible dans le pays de la cible. Enfin, selon Ben Amar et al. (2009), la question du succès de la diversification géographique est intimement liée à la proximité culturelle des pays. Plusieurs auteurs soulignent que la distance culturelle³⁹ entre le pays de la firme acquéreuse et celui de la cible est susceptible d'affecter la création de valeur lors de l'annonce des acquisitions transfrontalières (Datta et Puia, 1995 ; Morisini et al., 1998 ; Chakrabarti et al., 2009). Pour ces auteurs, les différences culturelles sont liées aux difficultés de transfert des compétences entre les deux firmes.

En résumé, et à l'issu cette revue de littérature, nous constatons que la question du caractère national ou international des F&A présente également des résultats très mitigés dans la littérature. Ainsi, des auteurs, comme Eun et al. (1996), Morck et yeung (1992) ou encore Doukas (1995) sont favorables à la diversification. Tandis que d'autres, ils sont défavorables à ce type de transaction (Cakici et al., 1996 ; Eckbo et Thornburn, 2000 ; Moeller et Schlingemann, 2005). Pour les premiers, les opérations transnationales sont créatrices de valeur, en particulier lorsque les dirigeants des établissements initiateurs sont en mesure de profiter des imperfections des marchés étrangers. Ils soutiennent que la diversification géographique permet une recherche de synergies et d'économies d'échelles et d'envergure en dehors des frontières nationales. En revanche, pour les seconds, l'environnement légal de la cible joue un rôle déterminant car les rendements sont fonction du degré de protection des droits des actionnaires⁴⁰, des dispositions fiscales⁴¹, etc. De plus, l'asymétrie d'information associée à l'acquisition d'une cible étrangère peut amener à surévaluer celle-ci et à verser des primes élevées, ce qui entrainerait de faibles rendements à l'annonce de la transaction (Officer et al., 2009).

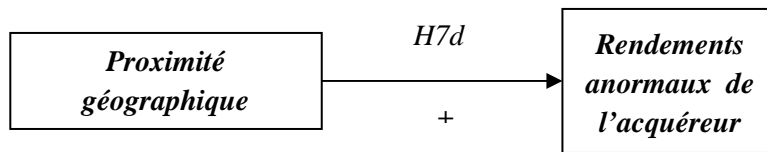
Cette seconde conception, favorable aux rapprochements domestiques, a été aussi affirmée par Houston et Ryngaert (1997) et Beitel et al. (2003), respectivement dans le secteur bancaire américain et européen. Ces auteurs notent que le recentrage géographique a un impact positif sur la réussite des F&A bancaires. Ainsi, de manière similaire, nous supposerons que :

³⁹ Les auteurs mesurent la distance culturelle à l'aide d'un score proposé en 1980 par Hofstede. Ce score comporte quatre dimensions : (1) l'individualisme ; (2) le contrôle de l'incertitude ; (3) la distance hiérarchique (*power distance*) et (4) la masculinité.

⁴⁰ Moeller et Schlingemann (2005).

⁴¹ Manzon, Sharp et Travlos (1994).

***Hypothèse H7d** : L'annonce d'opérations domestiques génère des rendements anormaux positifs pour les établissements initiateurs.*



2.2. Diversification, primes d'acquisition et performance de l'acquéreur

Nous verrons dans ce paragraphe comment la littérature a cerné la relation entre la proximité géographique ou des métiers et les primes de contrôle versées aux actionnaires des entreprises et des banques cibles.

2.2.1. Diversification métiers/produits

Selon Mpasinas et Colot (2004), le choix de l'entreprise cible est fonction des objectifs stratégiques poursuivis par l'entreprise initiatrice. Par exemple, si elle cherche à accroître sa part de marché ou exploiter des synergies pour réduire les coûts de production, elle investira dans son secteur. Si par contre, elle cherche à redéployer son activité vers des marchés porteurs, elle investira dans un secteur à forte croissance.

En effet, l'étude de l'incidence de la proximité des activités sur la prime est liée à celle essayant de capturer l'impact des synergies associées à chaque mode de croissance externe sur la valorisation des cibles. Autrement-dit, les auteurs ont essayé de distinguer les opérations pour lesquelles des synergies sont envisageables (acquisitions horizontales) de celles pour lesquelles elles ne le sont pas (acquisitions conglomerales, restructurations capitalistiques), pour apprécier l'effet de cette dichotomie sur les primes payées. Le résultat obtenu par Segretain (2005) montre une absence d'influence de cette distinction sur la prime, contrairement à Flanagan et Shaughnessy (2001). Ces derniers notent que l'absence de proximité métier entre la cible et l'offreur, traduite par le nombre de chiffres communs du code SIC des deux protagonistes, conduit à une dispersion plus élevée des prix et accentue l'amplitude des surenchères éventuelles.

A l'instar de la relation directe entre la proximité des activités et la performance des banques engagées dans les opérations de F&A, nous n'allons pas formuler d'hypothèse sur l'incidence de

cette proximité sur le niveau des primes offertes, dans la mesure où les banques acquéreuses et cibles de notre échantillon partagent le même code SIC à trois chiffres.

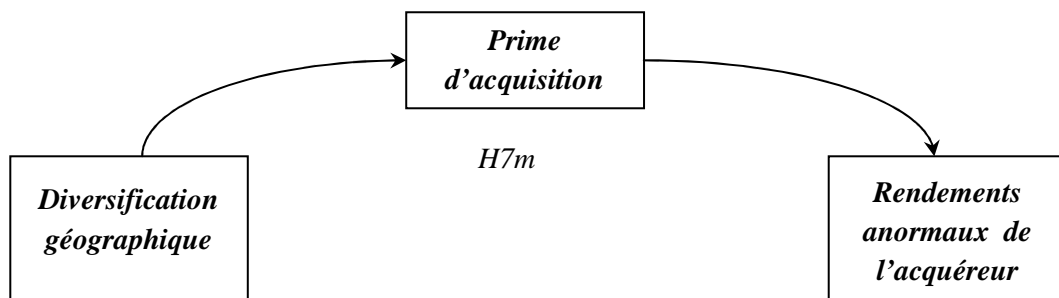
2.2.2. Diversification géographique

Compte tenu des bénéfices généralement admis de la diversification internationale, en termes de recherche de synergies, d'économie d'échelles et d'envergure en dehors des frontières nationales, le management, cherchant à créer de la valeur, entreprendra des acquisitions transfrontalières. Selon Crawford et Lechner (1996), les gains potentiels estimés par l'acquéreur d'une opération internationale l'amène à payer une prime élevée comparée à celle qu'il serait prêt à verser pour acquérir une cible domestique identique. Ces auteurs supposent alors que des primes plus larges devraient être associées aux opérations transfrontalières. Toutefois, les travaux portant sur l'influence de la diversification géographique sur les primes payées présentent des résultats mitigés. Aux Etats-Unis, les auteurs se sont souvent intéressés à comparer les primes offertes pour les opérations intra-Etats et inter-Etats américains. Dans ce contexte, Rogowski et Simonson (1987) trouvent que les primes sont plus élevées pour les acquisitions inter-Etats. Le même constat est fait par Frieder et Petty (1991) et Shawky et al. (1996). L'un des arguments soulevé par les auteurs expliquant ces résultats est lié à la vague de déréglementation et de désintermédiation des marchés, notamment pour le secteur bancaire. Celle-ci a engendré une plus grande concentration afin d'exploiter les avantages géographiques et les synergies possibles. Ce mouvement s'est accompagné d'une revalorisation du niveau de la prime de contrôle. Ainsi, à titre d'exemple, l'allègement des restrictions imposées par les différents Etats américains, suite au Riegle-Neal-Act, a entraîné une hausse du niveau des primes de contrôle (Brewer et al., 2000). Cette loi a, en effet, autorisé le rapprochement des établissements issues d'Etats différents, ce qui a multiplié le nombre d'offres produisant ainsi un effet d'enchère sur les primes payées. Toutefois, le résultat mis en évidence par Jackson et Gart (1999) est contraire aux conclusions précédentes. Ils trouvent que les opérations domestiques intra-Etat sont associées à des primes plus élevées. Leur explication est que ces transactions sont génératrices de meilleures synergies et économies de coûts. Ainsi, la recherche d'une taille critique et du pouvoir de marché au niveau local inciterait les firmes à verser des primes plus attractives pour conclure des acquisitions à l'intérieur du même Etat.

En Europe, l'effet de la proximité géographique sur les primes est aussi mitigé. A l'instar des Etats-Unis, l'allègement des restrictions et l'harmonisation des règles, notamment dans le secteur financier, à travers un certain nombre de directives telles que la licence unique « *single banking license* » a accéléré le mouvement de F&A sur le vieux continent. Celui-ci s'est aussi accompagné d'une

revalorisation des primes de contrôle, due à la concurrence entre acheteurs potentiels (Campa et Hernando, 2004). Hagendorff et al. (2010) relèvent sur leur échantillon de banques de l'UE-25 un coefficient de corrélation positif entre la diversification géographique et les primes de contrôle. Pour ces auteurs, les cibles étrangères ont tendance à recevoir plus de primes que les cibles domestiques, ce qui poserait selon ces auteurs la question de l'exactitude des évaluations faites pour les cibles étrangères. Dans ce même ordre d'idées, nous supposons que :

Hypothèse H7m : *Les opérations domestiques sont positivement associées aux rendements anormaux des banques acquéreuses grâce à des primes versées moins élevées.*



📖 En conclusion de cette première section, nous remarquons que les auteurs ont avancé différentes hypothèses et conceptions théoriques pour analyser l'incidence du choix du moyen de paiement et de la diversification sur les rendements de l'acquéreur. Cette revue de littérature nous a ainsi permis de formuler nos hypothèses de recherche en s'appuyant les conceptions qui dominent les travaux antérieurs et la tendance des résultats de ces derniers. Nous synthétiserons ces hypothèses portant sur l'incidence directe et indirecte des caractéristiques de la transaction dans la conclusion de la première partie.

Dans la section suivante nous aborderons certaines caractéristiques propres aux cibles et aux acquéreurs susceptibles d'influencer directement ou indirectement la performance de ces derniers.

Section 2 : Influence des caractéristiques des banques impliquées dans les F&A sur la performance boursières des initiatrices

Après avoir analysé dans la section précédente, et à travers la littérature, l'incidence de certaines caractéristiques propres à la transaction sur les rendements boursiers des entreprises et des banques initiatrices, nous verrons dans cette seconde section d'autres caractéristiques susceptibles d'influer sur le succès et la performance d'un *deal*. Ces caractéristiques se rapportent aux firmes acquéreuses

et cibles impliquées dans ces transactions et certaines de leurs spécificités, telles que leurs statuts ou encore leurs performances récentes avant l'opération. Selon Bhagat et al. (2005), l'annonce d'une opération de F&A ne révèle pas uniquement des informations sur le regroupement et ses éventuelles synergies, mais également sur la valeur des entités prises séparément.

A l'instar de la méthode de paiement et de la diversification, les caractéristiques qui seront évoquées dans cette section seront également analysées quant à leur impact direct sur la performance boursière de l'acquéreur, et indirect, à travers l'incidence de ces caractéristiques sur le niveau des primes versées par les initiateurs, et par conséquent sur les rendements de ces derniers.

Notons enfin que ces caractéristiques propres aux banques cibles et acquéreuses s'ajouteront à celles inhérentes à la transaction pour constituer les cinq variables de contrôle de notre étude. Nous reviendrons sur ce point ultérieurement.

1. Incidence des caractéristiques de la cible et de l'acquéreur sur les rendements boursiers de ce dernier

Dans ce premier paragraphe, nous analyserons le lien direct entre certaines caractéristiques des banques cibles et acquéreuses et la performance de ces dernières. En effet, ces caractéristiques sont parmi les plus déterminantes par rapport aux réactions des marchés aux opérations de F&A comme il ressort de la littérature. Ainsi, du côté des entreprises et des banques cibles, nous verrons comment les travaux antérieurs ont cerné le lien entre, d'une part, leurs statuts, leurs tailles et leurs performances passées, et d'autre part, la performance boursière post-acquisition des initiateurs. En revanche, du point de vue de ces derniers, nous essaierons de voir s'il existe un lien entre leurs performances avant l'opération et leurs rendements boursiers après l'annonce de l'opération.

1.1. La taille relative de la cible et de l'acquéreur

Jensen et Ruback (1983) et Roll (1986) ont déjà attiré l'attention sur l'importance des tailles des acteurs en présence lors d'opérations de F&A.

L'analyse des opérations de F&A commande une approche comparative du rapport des tailles (cible/acquéreur) des firmes engagées (Hamza, 2007). Cet indicateur devrait dégager une corrélation positive avec les rendements anormaux si le marché anticipe une intégration aisée de la cible par l'acquéreur.

En effet, il ressort des travaux antérieurs que l'influence de la taille relative sur la performance est très mitigée. De plus, les mesures utilisées pour cerner cette caractéristique sont différentes et vont du

rapport des actifs totaux à celui des capitalisations boursières en passant par le volume des ventes de l'acquéreur et de la cible.

Dans le secteur bancaire, le rapport des valeurs totales des actifs est une mesure très fréquente dans l'évaluation de la taille des établissements (Fraser et Kolari, 1988 ; Shawky et al., 1996 ; Rhoades, 1987 ; Palia, 1993).

Nous allons présenter les travaux selon les différents effets relevés de la taille relative sur la performance de l'acquéreur. Nous aborderons aussi les explications données par les auteurs pour comprendre l'effet mis en évidence.

➤ *Influence positive de la taille relative*

Afin d'analyser cet effet, Asquith et al. (1983) divisent les F&A de leur échantillon comportant 214 opérations en deux catégories : celles où les fonds propres de la cible représentent moins de 10 % de la valeur de l'acquéreur et les autres. Ils concluent que les rendements anormaux des acquéreurs sont positivement corrélés à la taille relative de leurs cibles : en moyenne, une F&A d'une cible de moitié plus petite que l'initiateur entraîne pour celui-ci des RAC supérieurs de 1,8 % par rapport à ceux engendrés par une opération impliquant une cible ne pesant que 10 % de la valeur de l'acquéreur. Ce constat a été rejoint par celui de Fuller et al. (2002) sur leur échantillon de 3135 F&A entre 1990 et 2000. Pour Roll (1986), les résultats observés par rapport à la taille relative reflètent soit que, plus les cibles sont importantes, plus les acquéreurs les valorisent avec précision, soit qu'ils offrent une prime plus faible parce qu'il est plus facile d'acquérir les titres d'une cible importante à l'actionnariat plus dispersé.

➤ *Influence négative de la taille relative*

Contrairement aux auteurs précédents, Al-Sharkas (2001) met en évidence une corrélation négative entre les rendements anormaux de l'initiateur et la taille relative de la cible et avance l'argument d'une situation de déséconomie d'échelle. Le même résultat a été relevé par Subrahmanyam et al. (1997) et Hawawini et Swary (1990) pour les banques américaines. Les premiers trouvent, sur un échantillon de 225 opérations, que la taille relative des établissements bancaires impliqués impacte négativement les rendements anormaux de l'acquéreur. Quant aux seconds, ils trouvent que les F&A sont plus favorables aux banques acquéreuses lorsque les banques cibles sont de taille petite relativement aux acheteuses. L'explication donnée par ces auteurs est liée à la facilité de l'initiateur d'intégrer une cible de petite taille dont l'activité est moins complexe et moins opaque. Ainsi, pour

eux, il est plus aisé, lorsque la taille relative de la cible est réduite, de cerner et capturer toute source potentielle de création de valeur que la transaction permettrait.

Par ailleurs, en Europe, Altunbas et Ibanez (2004) trouvent sur un échantillon de 262 F&A bancaires que la taille relative des banques cibles tend à être inférieure dans le cas des opérations domestiques comparées aux opérations transfrontalières. Pour ces auteurs, plus la taille de la cible est petite, plus son intégration est facile ce qui offre davantage d'opportunités à réaliser des économies de coûts lorsque les banques fusionnées appartiennent au même pays. Le même constat est formulé par Houton, James et Ryngaert (2001) aux Etats-Unis et Forcarelli et Panetta (2003) en Italie.

➤ *Absence d'influence de la taille relative*

Si Asquith et al. trouvent dans leur étude de 1983, décrite plus haut, une relation positive entre la taille relative de la cible et les rendements anormaux de l'acquéreur, ils ne relèvent en 1990 aucune association significative entre ces deux facteurs. Le même résultat est obtenu en France par Hamza (2007) qui note que le rapport des tailles de l'acquéreur de la cible n'a aucun pouvoir explicatif significatif et ne semble pas être différenciateur quant au potentiel de création de valeur pour l'acquéreur. Ben Amar et al. (2009) trouvent aussi un résultat similaire au Canada.

Dans le secteur financier, Beitel, Schiereck et Wahrenburg (2003), analysant les facteurs de succès⁴² des F&A des banques européennes, montrent que la taille relative des cibles n'a aucune incidence significative sur les gains des acquéreurs.

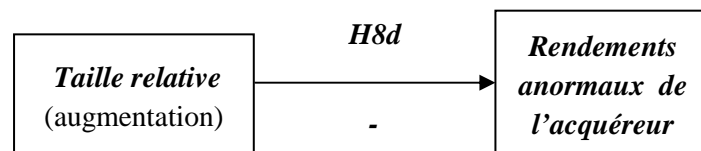
Pour résumer, nous avons souligné que le rapport des tailles des firmes engagées (cible/acquéreur) devrait dégager une corrélation positive avec les rendements anormaux si le marché anticipe une intégration aisée de la cible par l'acquéreur. La validation empirique de cet effet est toutefois mitigée. D'une part, des auteurs comme Al-Sharkas (2001), relèvent une association négative entre les rendements anormaux de l'initiateur et la taille relative de la cible, et d'autre part, Fuller et al. (2002) ainsi que Asquith et al. (1983) montrent que plus la taille relative de la cible est importante plus la rentabilité anormale moyenne est élevée pour la firme acquéreuse. Pour les premiers, il est plus aisé d'intégrer une cible de petite taille dont l'activité est moins complexe et moins opaque et qui faciliterait de capturer toute source potentielle de création de valeur que la transaction permettrait.

⁴² Beitel et al. (2003) ont analysé plusieurs facteurs pouvant être source de création ou de destruction de valeur à l'issue d'une opération de F&A : il s'agit de la diversification produit/activité, la diversification géographique, la taille relative de la cible, le potentiel de réduction du risque de la transaction, la performance de la cible avant l'opération, l'expérience de la banque initiatrice et la méthode de paiement.

Tandis que les seconds, ils soutiennent que, plus les cibles sont importantes, plus les acquéreurs les valorisent avec précision.

Dans le secteur financier, Subrahmanyam et al. (1997) ainsi que Hawawini et Swary (1990) trouvent un résultat similaire à celui de Al-Sharkas pour les banques américaines et qui est favorable aux acquisitions de cibles de petite taille relative. Cela nous amène donc à formuler une hypothèse en ligne avec ces résultats. Ainsi :

Hypothèse H8d : *Plus la taille de la cible, par rapport à celle de l'acquéreur, est faible, plus le marché anticipe une meilleure intégration se traduisant par des rendements anormaux supérieurs pour l'initiateur.*



1.2. Statut de la cible

Comme nous l'avons souligné précédemment, le choix de la méthode de paiement influence la performance de l'acquéreur, et ce en fonction du statut de la cible. Il en ressort donc l'existence d'un effet « société cotée/non cotée », ou « *listing effect* », qu'il faudrait prendre en considération lors de l'analyse de la performance d'un deal. Le besoin de cerner cet effet est, selon Redor (2007), d'autant plus important que les acquisitions de sociétés cotées ne représentent qu'une faible proportion du nombre total d'acquisitions⁴³.

Les gains réalisés par les actionnaires de la société acquéreuse et ceux réalisés par les actionnaires de la société acquise lors des opérations de F&A portant sur des cibles cotées ont fait l'objet de nombreuses recherches depuis la fin des années 1970. En revanche, les études portant sur les acquisitions de sociétés non cotées sont plus rares (Redor, 2007). Officer (2007) regrette aussi le maigre apport de la recherche académique dans le domaine des prix et des primes sur le marché des F&A des cibles privées, malgré l'intérêt considérable manifesté dans la pratique. Ce n'est qu'au milieu des années 1990 que la recherche s'est affinée pour s'intéresser de plus près à la situation particulière des opérations portant sur des cibles non cotées et mettre en évidence ce qu'il est

⁴³ Les rachats de sociétés non cotées représentent près des 2/3 des opérations de F&A dans la base de données Securities Data Company's (SDC) Mergers and Acquisitions en 2010.

convenu d'appeler le « *listing effect* » ou l'effet lié au statut de la cible. Celui-ci résulte de la différence des rendements anormaux des acquéreurs cotés selon que leur cible soit cotée ou non.

D'après Redor (2007), l'une des toutes premières études analysant cet effet a été menée par Hansen et Lott (1996). Ces derniers ont testé l'hypothèse selon laquelle les firmes initiatrices cotées feraient une offre supérieure pour acquérir une autre société cotée que pour acquérir une société détenue de façon privée. Les résultats qu'ils présentent confirment cette hypothèse: la rentabilité est supérieure de 2% lorsque la société cible est non cotée. De façon similaire, l'étude de Fuller et al. (2002) sur des firmes américaines montre que les actionnaires des sociétés initiatrices réalisent des gains lorsqu'ils acquièrent une société détenue de façon privée ou une filiale. En revanche, lors de l'acquisition de sociétés cotées, ils réalisent des pertes. De leur part, Conn et al. (2005) montrent, grâce à des données britanniques, que les acquisitions de cibles privées (domestiques et transnationales) créent plus de valeur que les acquisitions de cibles cotées, à la fois lors de l'annonce et lors des trois années suivant la fusion.

En effet, en contrôlant, en plus de l'effet statut, d'autres effets se rattachant notamment à la méthode de paiement utilisée et la taille relative de cible, les auteurs expliquent les réactions favorables du marché aux acquisitions de cibles non cotées en avançant plusieurs théories :

➤ *La théorie de la limite du portefeuille diversifié*

Développée par Hansen et Lott (1996), elle stipule qu'un investisseur détenant un portefeuille diversifié avec des titres de deux entreprises en phase de F&A se préoccupe du gain total de la transaction, et non de sa répartition entre les deux partenaires. De ce fait, dans le cas d'une cible non cotée, où l'actionnariat est la plupart du temps strictement concentré et fermé, les acquéreurs ne lanceront que les offres qui accroîtront leur propre valeur. Par conséquent, les rendements des entreprises acquéreuses seront plus élevés lors de F&A visant des sociétés privées plutôt que publiques.

Hansen et Lott ont testé leur théorie sur un échantillon de 252 acquisitions publiques et privées entre 1985 et 1991. Ils ont observé des rendements anormaux moyens positifs pour les acquéreurs de cibles privées (+1.15%) et négatifs pour les acquéreurs de cibles publiques (-0.98%).

➤ *La théorie de la prime de liquidité (décote d'illiquidité)*

Dans leur article intitulé « *the private company discount* », Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) soulignent que l'acquéreur engrange une décote d'illiquidité en achetant une entreprise non cotée.

Pour eux, le manque de liquidité des cibles privées rend ce type d'investissement moins attractif et donc moins valorisable que d'autres actifs de même classe, mais plus liquide. La décote profite alors à l'acquéreur, comme l'ont montré Fuller et al. (2002) sur un échantillon de 3135 cibles entre 1990 et 2000. Ces auteurs constatent que les opérations portant sur des cibles privées ou des filiales non cotées génèrent des rendements anormaux positifs. Ces derniers sont amplifiés lorsque la taille relative de la cible est élevée et le mode de paiement utilisé est l'échange d'actions. Toujours dans ce sens, Officer (2007) affirme que le besoin et la disponibilité de liquidité conditionnent le prix d'acquisition. Une décote de 15 à 30% est mesurée par rapport aux multiples d'acquisition de cibles cotées comparables, ce qui constituerait le prix à payer pour la liquidité fournie par l'acheteur.

⇒ *Le contrôle et la surveillance des dirigeants*

Cette troisième explication suppose que le paiement d'une cible non cotée en titres permet la création d'un nouveau bloc d'actionnaires. Cela a pour conséquence d'accroître la valeur de la firme grâce à une meilleure surveillance de ses managers.

Dans le même sens, Shleifer et Vishny (1986) relèvent que l'offre de titres lors de l'acquisition de sociétés non cotées a tendance à favoriser la création de larges blocs d'actionnaires extérieurs à la société initiatrice après l'opération. Ces blocs sont favorables aux actionnaires de la société initiatrice, car ils peuvent engendrer un contrôle effectif des performances ou faciliter les fusions, ce qui pourrait accroître la valeur de la société initiatrice.

Cet argument a été vérifiée par Chang (1998) sur 281 opérations de F&A de cibles privées entre 1981 et 1992 et 255 opérations de F&A de cibles publiques entre 1981 et 1988 en distinguant la méthode de paiement utilisée. Ses résultats indiquent que lorsque les offres s'effectuent exclusivement ou partiellement en titre, la réaction est positive dans le cas de cibles non cotées et tranche nettement avec les rendements négatifs des acquéreurs de cibles cotées. L'explication avancée par Chang est que les actionnaires des cibles privées sont bien informés des projets et perspectives de la firme acquéreuse et donc, leur volonté de détenir les titres de celle-ci donne un signal d'information positive à son égard.

⇒ *L'asymétrie d'information et l'évaluation de la cible*

Officer et al. (2009) reviennent sur le problème d'asymétrie informationnelle lors de l'évaluation d'une cible. Ils soulèvent cette question en relation avec le choix du moyen de paiement et les répercussions sur les rendements anormaux des initiateurs.

Leur point de départ est le modèle de Hansen (1987) stipulant que le paiement en titres est le meilleur moyen de partager les risques d'évaluation avec les propriétaires de la cible face une asymétrie d'information. Ainsi, les conclusions d'Officer et al. indiquent des rendements anormaux positifs pour les acquéreurs payant en titres des cibles difficilement évaluables. Pour les cibles publiques, l'effet persiste mais de manière moins prononcée, car l'asymétrie est mieux partagée entre sociétés cotées qu'entre sociétés cotées et non cotées.

Pour synthétiser, le tableau ci-dessous présente quelques unes des études citées analysant les RAC des acquéreurs en fonction du statut coté ou non coté des cibles, en contrôlant dans certains cas l'effet du moyen de paiement retenu.

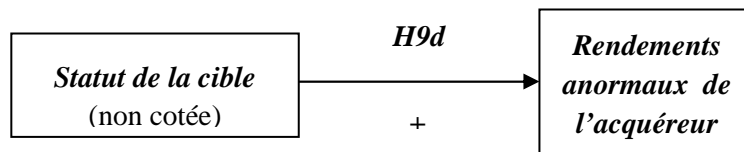
Tableau 7 : Rendements anormaux des acquéreurs et statut de la cible

Etudes	Périodes	Tailles d'échantillon	Fenêtres d'événement	Statut public	Statut privé
Hansen <i>et al.</i> (1996)	1985-1991	252	(-14, +5)	-0,98 %	1,15 %
Chang (1998)	1981-1992	536	(-1, 0)	-0,02 % (cash)	0,09 % (cash)
				-2,46 % ^a (titres)	2,64 % ^a (titres)
Fuller <i>et al.</i> (2002)	1990-2000	3135	(-2, +2)	-1,00 % ^b	2,08 % ^a
Faccio <i>et al.</i> (2006)	1996-2001	4429	(-2, +2)	-0,38 %	1,48 % ^a

Les lettres ^a et ^b dénotent respectivement une significativité au seuil de 1% et 5%.

L'ensemble des études citées dans le tableau ci-dessus sont plus favorables à l'acquisition de cibles détenues de façon privée. Celles-ci paraissent donc cohérentes avec certaines théories, soulevées précédemment et notamment celle de la prime de liquidité (Koeplin et al., 2000). Cette approche soutient que les cibles non cotées ne peuvent être vendues aussi facilement que les sociétés cotées, ce qui rend les premières moins attractives et moins précieuses, et par conséquent vendues avec une décote statistiquement significative en comparaison avec les sociétés cotées. De ce fait, l'incidence de l'acquisition d'une cible détenue de manière privée pourrait être positive sur les rendements des firmes acheteuses, conformément à cet effet liquidité. Nous formulerons donc l'hypothèse suivante :

Hypothèse H9d : L'acquisition d'une banque non cotée produit des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur.



1.3. Performance avant acquisition de la cible

L'évaluation de la performance d'une cible est tributaire de la sélection des mesures de performance appropriées et privilégiées par un initiateur (Richard, 1989). Pour Palepu (1986), toute la difficulté pour un acheteur est de sélectionner les indicateurs comptables les plus pertinents qui permettraient d'apprécier la performance d'une cible avant de déclencher l'offre.

Bricout et al. (1993), analysant les caractéristiques d'une cible, trouvent que celle-ci est souvent une entreprise de grande taille, très peu endettée, disposant de fonds propres importants, mais peu rentable. L'explication donnée par ces auteurs est qu'une entreprise peu rentable est moins chère à acquérir qu'une entreprise performante. De son côté, Barnes (2000) conclut que ce sont les évolutions du chiffre d'affaires et de la rentabilité de la cible qui font l'objet d'une attention particulière lors de la période d'analyse. Son étude montre aussi que les cibles sont souvent des firmes de grande taille et qui appartiennent au même secteur d'activité que l'acquéreur, d'où l'accent mis sur le chiffre d'affaires qui permettra au nouvel ensemble d'augmenter sa part et son pouvoir de marché.

La performance avant acquisition d'une cible constitue aussi l'un des déterminants de la prime qu'un acquéreur va verser. Cette prime peut alors être élevée si l'acquéreur est persuadé que la mauvaise performance d'une cible est due davantage à l'inefficacité de ses dirigeants qu'à son potentiel de création de valeur (Servaes, 1991). L'étude de Mercer Management Consulting (2003) révèle qu'un certain nombre d'opérations sont déclenchées de sous-performances ponctuelles ou structurelles de la cible. Intuitivement, la tentation serait de lier la performance post-opération à la sous-performance observée avant l'opération. En revanche, d'autres auteurs, tels que Beatty et al. (1987), soutiennent que les firmes initiatrices payent des primes plus élevées aux cibles performantes et bien gérées.

Par ailleurs, les performances passées des cibles constituent également l'un des déterminants du choix de la méthode de paiement (Zhang, 2001). Selon ce dernier, le fait que la société cible réalise de mauvaises performances avant l'opération signifie que la cible est gérée de façon inefficace. Dans une telle situation, la société initiatrice est plus disposée à utiliser du cash afin de supprimer la direction de la société cible. Ce résultat est cohérent avec les travaux de Grullon, Michaely et Swary

(1997), qui montrent, sur un échantillon de 146 banques américaines, qu'un règlement en cash est plus probable lorsque la cible a réalisé de faibles performances par le passé.

Selon Mpasinas et Colot (2004), les décisions de prise de contrôle peuvent être représentées comme un choix en deux étapes : tout d'abord l'entreprise initiatrice choisit le secteur dans lequel elle va se positionner, ensuite elle choisit l'entreprise cible sur la base de certains critères tels que la rentabilité, l'évolution du chiffre d'affaires, le niveau d'endettement, etc. Par rapport à la question de l'endettement, la prise de contrôle d'une entreprise disposant de ressources propres importantes peut être l'un des objectifs de la croissance externe qui permet alors à l'entreprise acquéreuse d'assainir sa structure financière (Bricout et Colin-Sedillot, 1993).

Quant à la question de la performance de l'initiateur, certains auteurs ont cherché à établir le lien direct entre la performance avant acquisition de la cible et la performance post-acquisition de l'acquéreur. Ainsi, dans le contexte bancaire, DeLong (2001) trouve que le regroupement des établissements bancaires est plus prospère (en terme de création de la valeur) dans le cas où la performance boursière des banques cibles est faible comparée à celle des autres banques ayant des caractéristiques similaires avant l'annonce de la transaction. Dans le même sens, Hawawini et Swary (1990) trouvent que l'acquisition de banques cibles ayant une mauvaise performance des titres avant l'opération crée significativement plus de valeur pour les banques acquéreuses.

1.4. Performance avant acquisition de l'acquéreur

A l'instar de la performance avant acquisition de la cible, celle de l'acquéreur a été aussi cernée dans la littérature comme étant déterminante de la performance post-acquisition. Morck et al. (1988) relèvent que la performance avant acquisition de la cible est plus faible que celle de l'acquéreur. Dans ce contexte, la motivation principale de l'acquisition, selon la théorie managériale, serait davantage de remplacer le management inefficace de la cible que de réaliser des synergies.

Fama et French (1993) soulignent que les firmes acquéreuses tendent à être plus larges et plus performantes avec un faible ratio *Book-to-Market*⁴⁴ (BTM). Pour ces auteurs, le ratio BTM a un caractère informatif quant à la rentabilité future, axée sur la performance *ex-ante*. C'est ainsi, qu'un

⁴⁴ Le ratio *Book-to-Market* (rapport entre la valeur comptable et la valeur boursière des actions) est utilisé comme critère de distinction entre valeurs de rendement (ratio élevé) et valeurs de croissance (ratio faible) et, de là, comme critère dans la sélection des stratégies de portefeuille et/ou des styles d'investissement (Berdot et al., 2007).

BTM élevé indique un potentiel de croissance faible synonyme de moindres perspectives de création de valeur pour l'acquéreur.

Toutefois, ce point de vue n'est pas approuvé par Rau et Vermaelen (1998). Ils trouvent que les firmes acquéreuses, avec un BTM bas, ne sont pas performantes. Cette performance a été évaluée par les auteurs, à l'instar de Fama et French, sur une longue période de trois années après la complétion des opérations. Ainsi, Selon Rau et Vermaelen, lors d'une prise de contrôle, un acquéreur de type « value » (BTM élevé) obtient des rendements anormaux plus élevés qu'un acquéreur de type « croissance » (BTM faible). Pour expliquer ces réactions, les auteurs soulèvent l'hypothèse de l'extrapolation (*extrapolation hypothesis*). Cette dernière stipule que le marché « sur-extrapolé » la performance passée de l'initiateur lors de l'évaluation de la valeur d'une acquisition. En même temps, les dirigeants et autres preneurs de décisions (conseil d'administration, actionnaires majoritaires, etc.), qui devraient approuver l'opération, reçoivent un feedback positif du marché sur la qualité décisionnelle du management. De ce fait, Rau et Vermaelen soutiennent que dans les firmes où le ratio BTM est faible, les dirigeants auraient tendance à surestimer leurs capacités de mener à bien une acquisition et à gérer la nouvelle entité, ce qui rejoint la thèse de l'hubris (Roll, 1986). En effet, ces firmes, dites « *glamours* », sont des entreprises à hauts rendements historiques et à grande croissance de flux monétaires et de bénéfices (Lakonishok et al., 1994). Cela devrait donc renforcer les croyances du management dans ses propres actions. De plus, d'autres acteurs de ces entreprises, tels que le CA, sont plus enclins d'accorder le bénéfice du doute au management, et par conséquent d'approuver l'acquisition.

De l'autre côté, dans les firmes « value » où le BTM est élevé, la vigilance du conseil et des actionnaires les plus influents serait plus grande avant d'approuver un *deal*. Ainsi, compte tenu de l'absence du problème de l'hubris managérial, Rau et Vermaelen soulignent que les acquéreurs à ratio BTM élevé créent plus de valeur actionnariale que ceux à faible BTM. Pour ces auteurs, même s'une acquisition menée par acquéreur « glamour » peut, à court terme, générer des rendements anormaux positifs pour lui, à long terme, la tendance de cette performance est renversée.

D'autres auteurs confirment aussi cette hypothèse d'extrapolation. Lang et al. (1989) et Servaes (1991) constatent que les rendements anormaux des firmes initiatrices sont significatifs et négativement corrélés au Q de Tobin (qui est négativement corrélé au *Book-to-Market*). En revanche, le résultat de Morck et al. (1990) rejoint celui de Fama et French (1993), et souligne que les acquéreurs de type « croissance » ainsi que les acquéreurs non diversifiés dégagent des rendements anormaux positifs.

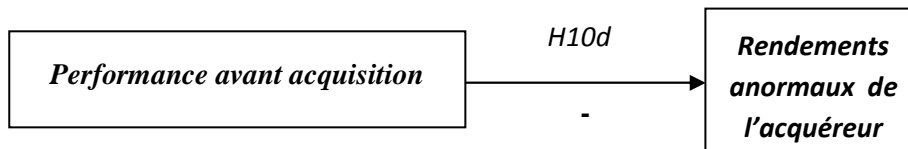
Par ailleurs, Hayward et Hambrick (1997) rapportent également un point de vue cohérent avec l'hypothèse de l'extrapolation et de l'hubris managérial. Ils rattachent l'orgueil des managers à leurs

performances récentes, entre autres facteurs. Cette performance a été mesurée par le rendement (dividende compris) du titre sur les 12 mois précédents les 30 jours avant l'annonce.

Leurs résultats révèlent une forte corrélation positive entre la performance avant acquisition de l'acquéreur et la taille des primes payées. Cette corrélation est d'autant plus forte que le CA manque de vigilance, et sa répercussion est négative sur les rendements anormaux de l'acquéreur.

Nous supposons donc, conformément à cette hypothèse d'hubris, que :

Hypothèse H10d : Plus la performance avant acquisition de l'initiateur est élevée, plus ses rendements anormaux sont faibles à l'annonce de l'opération.



2. Influence des caractéristiques des banques impliquées sur les primes versées par les initiatrices et les rendements boursiers de celles-ci

Les déterminants des primes payées que nous allons présenter dans ce deuxième paragraphe se rattache, à l'instar des rendements boursiers (paragraphe précédent), soit aux caractéristiques des banques cibles qui conditionneraient leur attractivité, soit, aux caractéristiques des banques acquéreuses qui détermineraient leur capacité à mener à bien une acquisition.

2.1. Attractivité de la cible et prime payée par l'acquéreur

Selon Diaz et al. (2009), l'attractivité de la cible justifie le versement d'une prime élevée. Deux facteurs contradictoires associés aux retombées attendues et futures d'une opération pourraient rendre une cible attractive. D'une part, le paiement d'une prime pour l'acquisition d'une cible suggère que la valeur de celle-ci est plus élevée aux yeux de l'acquéreur qu'aux yeux de ses actionnaires actuels. Cette valeur élevée est expliquée par les possibilités de synergies de coût et de revenus dont l'acquéreur est persuadé par l'accomplissement de la transaction. D'autre part, et contrairement à l'objectif de maximisation de la valeur, une cible peut être attractive aux yeux des dirigeants d'un acquéreur car elle permettrait à ces derniers d'en tirer des bénéfices privés (être à la tête d'un

empire « *too big to fail* », accroître leur rémunération et l'étendue de leur pouvoir, réaliser un investissement spécifique...).

Nous allons maintenant présenter certains facteurs d'attractivité des cibles qui justifient selon la littérature le versement de primes plus élevées.

⇒ L'appréciation « *ex-ante* » des synergies futures

Les synergies consistent en toutes les économies et recettes supplémentaires permises par la mise en commun des moyens conjugués des deux banques. Des synergies peuvent se réaliser dans les économies d'échelle de production, d'envergure, des services administratifs ou des équipes commerciales, mais aussi dans la conquête de nouveaux contrats (Segretain, 2005). Selon Diaz et al. (2009), le prix payé pour une acquisition dépend de la capacité de l'acquéreur à réduire le coût dans la nouvelle organisation. Cette réduction de coût est plus facile lorsque la cible est de petite taille (Panetta et Salleo, 2002 ; Worthington, 2004). Dans ce contexte, les auteurs utilisent souvent le facteur « taille relative » pour analyser la capacité de l'initiateur à intégrer la cible et à capturer toute source de synergie qu'elle permettrait. Nous reviendrons sur le lien taille relative/prime au paragraphe suivant.

Toutefois, les synergies sont souvent revendiquées par l'offreur, mais rarement explicitées. Selon Segretain (2005), rares sont les offreurs qui communiquent précisément sur les synergies *ex-ante*. Cependant, certains auteurs ont tenté d'approcher le concept et son incidence sur l'attractivité de la cible et la prime qu'elle perçoit. Nous en citerons Hard et Lynch (1999) qui ont utilisé comme mesure de synergies potentielles les fonds propres de la cible déflatés par sa capitalisation boursière. Pour Hard et Lynch, cette mesure permet l'approximation des gains de l'opération obtenus par adaptation, cession ou réallocation d'actifs⁴⁵. Ils trouvent une corrélation positive entre ces synergies approchées et les rendements anormaux des cibles pour les offres initiales réussies. Toutefois, ils ne mettent en avant aucune incidence de ces synergies sur les primes de contrôle. De leur côté, Bradley et al. (1988) ont mesuré les synergies par la rentabilité anormale positive de l'offreur et de la cible, cumulée sur 100 jours autour de l'opération. Rentabilité anormale qui se réduit à celle de la cible, puisque selon le paradoxe de l'acquéreur, très souvent confirmé, les gains boursiers pour l'initiateur sont quasi-nuls en moyenne. Les auteurs obtiennent une rentabilité anormale positive cumulée de 31,3% sur un échantillon de 236 cibles contre 1,62% pour les offreurs. L'une des limites principales de l'adoption de cette mesure tient du fait que les synergies se résument aux gains boursiers de la

⁴⁵ Hard et Lynch reprennent dans leur mesure l'argument de Burgstahler et Dichev (1997), pour qui, les fonds propres sont une mesure au coût historique de l'actif net de la firme et renseignent sur la valeur des actifs indépendamment de la façon dont ils sont utilisés, c'est-à-dire sur la valeur d'adaptation.

cible. En effet, ces gains sont transmis à la cible du fait de la prime acquittée par l'acquéreur. Ainsi, une telle mesure ne permet pas d'expliquer la prime, puisque c'est la prime qui est à l'origine de la mesure de synergie.

➤ *L'inefficience managériale*

L'inefficience du management actuel d'une cible peut constituer une source d'attractivité de cette dernière sur le marché de contrôle des sociétés (Jensen et Ruback, 1983). Ces auteurs présentent ce marché comme un lieu où des équipes de dirigeants sont en compétition pour allouer le plus efficacement possible les ressources des sociétés. En effet, si un acheteur potentiel est persuadé que la sous-performance actuelle d'une cible est due à une mauvaise allocation des ressources plutôt qu'à une sous-valorisation, il peut offrir une prime élevée afin de prendre le contrôle de la cible et écartier les dirigeants actuels inefficients en procédant aux ajustements nécessaires pour rendre la cible plus performante.

Globalement, la littérature est partagée sur l'idée que les cibles les plus efficaces et les mieux gérées drainent les primes les plus élevées. D'une part, certains auteurs affirment que, plus la cible est inefficace avant l'acquisition, plus il serait plus facile d'améliorer son efficacité post-acquisition et sa valeur. Ainsi, la prime versée peut être élevée. Pour les firmes industrielles (non bancaires), plus concernées par les opérations hostiles, Bethel et al. (1998) remarquent que la faible performance des cibles peut être détectée et résolue par des acquisitions. Toutefois, les problèmes liés au management ne sont pas faciles à mettre en lumière. Pour ces auteurs, seul un tiers des opérations hostiles au Royaume-Uni entre 1989 et 1990 montrait des signes de mauvaise gestion.

Dans le secteur bancaire, Martin et McConnell (1991) aux Etats-Unis et Franks et Mayer (1996) au Royaume-Uni ne relèvent aucune différence significative dans le niveau des primes entre les banques cibles dont les dirigeants ont été remplacés et celles dont ils occupent toujours leurs postes.

D'autre part, certains auteurs trouvent que des primes plus élevées sont payées aux firmes efficaces et bien gérées. Ces auteurs cernent l'efficacité managériale notamment à travers la rentabilité. Ainsi, une corrélation positive entre la rentabilité de la cible (en termes de ROA et ROE) et le niveau de la prime offerte à celle-ci a été mise en évidence par Brown et Rappaport (1997) et Jackson et Jagtiani (2000). Nous reviendrons sur la relation rentabilité/prime au second paragraphe.

➤ *Le marché de la cible*

Comme nous l'avons déjà évoqué dans l'analyse de l'influence de la diversification géographique sur le niveau des primes de contrôle, le marché dans lequel opère une cible peut être très attractif pour l'acquéreur ce qui justifierait le versement par ce dernier d'une prime élevée comparée à celle qu'il serait prêt à offrir pour acquérir une cible domestique identique. Plusieurs auteurs ont ainsi mis en évidence une corrélation positive entre la prime versée et l'attractivité du secteur bancaire dans le pays de la cible. Cette attractivité est appréciée par le ratio de crédit du pays rapporté au Produit Intérieur Brut de ce dernier (Rhoades, 1987; Frieder et Petty, 1991; Focarelli et Pozzolo, 2001).

➤ *La recherche de bénéfices privés*

D'autres facteurs, contraires à l'objectif de maximisation de la valeur, peuvent aussi justifier l'attractivité d'une cible aux yeux du management de l'acquéreur et le niveau de la prime offerte par celui-ci. Il s'agit de la recherche de bénéfices privés par les dirigeants de l'initiateur (Berger et al., 1999). Ainsi, les F&A peuvent être conduites dans l'objectif d'accroître la taille d'une banque. De tel objectif associé dans la littérature anglo-saxonne au principe de « *too big to fail* »⁴⁶. Selon Kane (2000), cet objectif était l'un des plus importants aux Etats-Unis dans les années 90. Il justifie le paiement de primes très élevées, notamment pour réaliser des méga-fusions.

Par ailleurs, une acquisition peut aussi être menée selon une logique défensive. Ainsi, un établissement de crédit qui ne souhaite pas être absorbé par d'autres institutions procédera à une acquisition en versant une large prime.

De même, si la F&A a pour objectif de prendre le contrôle d'une cible, le niveau de la prime payée dépendra du pourcentage du capital de la cible détenu par l'acquéreur avant la transaction (Bris, 2002).

➤ *Autre variables*

Il s'agit d'un certain nombre de ratios qui peuvent influencer l'attractivité d'une banque aux yeux des acheteurs potentiels. Nous en citerons :

- *Fonds propres/total actifs* : la réglementation bancaire exige que les institutions de crédit maintiennent un certain niveau de fonds propres afin de garantir la solvabilité de la banque face aux

⁴⁶ Selon ce principe, la raison principale de la non faillite des grands établissements est la protection de ces derniers par les autorités bancaires.

pertes que les risques pris à l'actif sont susceptibles d'engendrer. Toutefois, si ce ratio est élevé chez une cible, il impliquerait que celle-ci est averse au risque et qu'elle n'est pas efficiente au regard de l'utilisation de son capital. Cela la rend donc moins attractive, ce qui induirait des primes de contrôle moins élevées (Rhoades, 1987 ; Rogowski et Simonson, 1987 ; Hakes, Brown et Rappaport, 1997).

- *Total crédits/total actifs* : ce ratio, désignant la structure de crédit bancaire, est utilisé pour estimer à la fois la non-liquidité des actifs et l'effet d'éventuelles pertes au niveau des crédits sur les actifs et les capitaux. Ainsi, un niveau élevé de ce ratio rend une banque cible moins attractive et par conséquent, réduit les primes qu'elle percevrait (Beatty, Santomero et Smirlock, 1987).

- *Autres revenus (non liés aux intérêts)/total actifs* : les années 90 témoignent d'un important changement dans la structure des revenus des banques (Diaz et al., 2009). Selon ces auteurs, la compétition entre les banques européennes a réduit les revenus traditionnels liés aux intérêts, contre l'émergence de nouvelles sources de revenus (non liés aux intérêts) telles que la titrisation et autres placements. Une relation positive entre ce ratio et la prime de contrôle a été mise en évidence par Hakes, Brown et Rappaport (1997).

2.2. Statut, taille relative et performance avant acquisition de la cible, en tant que déterminants des primes versées : quel impact sur les rendements de l'acquéreur ?

Après avoir évoqué certains facteurs d'attractivité des cibles, nous verrons dans ce second paragraphe les trois caractéristiques des cibles qui ressortent le plus dans la littérature et qui conviendrait de contrôler empiriquement. Il s'agit du statut, de la taille relative et de la performance récente des cibles. En effet, nous avons précédemment cerné la relation directe entre chacune de ces caractéristiques et les rendements boursiers de l'acheteur. Dans ce paragraphe, nous analyserons l'intensité du lien entre chacune des caractéristiques précitées et la prime de contrôle versée et son incidence sur les rendements de l'acquéreur.

2.2.1. Taille relative

Nous avons souligné dans le paragraphe précédent que le prix payé pour une acquisition dépend de la capacité de l'acquéreur à réduire le coût de la nouvelle organisation et réaliser des synergies. Selon Worthington (2004), de telles synergies sont plus faciles à réaliser lors de l'acquisition de cibles de petite taille. Forcarelli et al. (2002) affirment que plus la différence des tailles des banques impliquées est grande, plus l'acquéreur pourrait améliorer l'efficience et la profitabilité de la cible. A l'inverse, si la taille des banques est similaire, il serait plus difficile et coûteux de réaliser des

synergies et fusionner les deux cultures. Ainsi, Brewer et al. (2000) trouvent une relation négative entre la taille relative des banques et la prime payée. Cela signifie donc, selon ces auteurs, que les cibles de petite taille drainent de fortes primes d'acquisition, compte tenu du potentiel de synergie qu'elles permettraient.

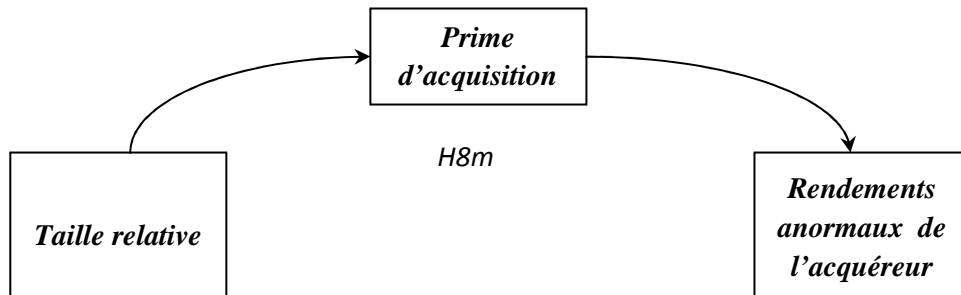
L'incidence négative de la taille sur la prime a été également mise en avant par Hayward et Hambrick (1997), qui avancent pour ce constat une explication différente de celle de Brewer et al. (2000). Leur étude, portant sur 106 acquisitions de grande taille, montre que la taille relative de la cible, mesurée par le rapport des capitalisations boursières, a une influence négative et significative sur le niveau des primes. Cette liaison témoigne, selon les auteurs, d'un meilleur contrôle des dirigeants des firmes initiatrices lors des opérations majeures et de grande envergure. Ainsi, un encadrement plus rigoureux de ces opérations permettrait d'éviter le versement de primes très élevées ou fantaisistes. Selon Segretain (2005), plus les opérations sont importantes, moins les offreurs peuvent se permettre d'excès ; autrement dit, les marges de manœuvre financière des dirigeants de l'acquéreur ont un impact sur les primes payées.

En revanche, Cudd et Duggal (2000) stipulent que la taille relative de la cible peut aussi augmenter son pouvoir de négociation mais peut être également vue comme un handicap du fait des coûts supplémentaires lors de l'intégration à la firme acheteuse.

Globalement, l'influence de la taille relative sur le niveau des primes négociées est théoriquement mitigée. Par exemple, dans le secteur bancaire, Cheng et al. (1989), analysant 135 acquisitions d'établissements, relèvent une relation positive entre la prime d'acquisition versée et la taille relative de la cible. En revanche, Fraser et Kolai (1988), étudiant 132 cibles bancaires, trouvent que plus la taille de celles-ci est petite, plus ils attirent des primes élevées. Le même constat est fait par Shawky et al. (1996), qui démontrent que les banques cibles de petites taille, relativement à la taille des acquéreuses, tendent à recevoir des primes de contrôle plus larges. Pour ces auteurs les banques de petite taille sont plus convoitées par les acheteurs que les banques de taille large en raison du potentiel de croissance qu'elles recèlent. Enfin, et toujours dans le secteur financier, Diaz et al. (2009) constatent que l'influence de la taille relative des banques sur le niveau des primes n'est pas significative.

Ainsi, compte tenu du pouvoir de négociation des cibles de taille importante, nous supposons que :

Hypothèse H8m : *L'augmentation de la taille relative de la cible influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes négociées plus élevées.*



2.2.2. Statut de la cible

Comme nous l'avons précédemment relevé, certains auteurs ont conclu à l'existence d'effet du statut de la cible sur les rendements anormaux de l'acquéreur à l'annonce d'une opération. Ces auteurs ont, en plus, essayé de comprendre pourquoi le marché réagit différemment selon qu'il s'agit de cible privée ou publique. L'une des explications avancée par Koeplin et al. (2000) concerne la décote d'illiquidité des cibles non cotées. Pour eux, le manque de liquidité des cibles privées les rend moins attractives et moins valorisables, ce qui permet à l'initiateur d'enregistrer une décote d'illiquidité. Dans ce sens, Officer (2007) affirme que le besoin et la disponibilité de liquidité conditionnent le prix d'acquisition. Cela suppose donc que les primes payées seraient moins élevées lorsque la cible est détenue de façon privée. Fuller Netter et Stegemoller (2002) confirment cette hypothèse de liquidité en notant que la décote constatée constitue le prix à payer pour la liquidité fournie par l'acheteur. Toutefois, l'étude de Ang et Kohers (2001) s'oppose à l'existence d'une décote d'illiquidité associée à l'acquisition de cibles privées. Ils trouvent que ces dernières engrangent des primes d'acquisition supérieures à celles payées pour acquérir des cibles cotées. En effet, à partir d'un échantillon américain s'étalant de 1984 à 1996, Ang et Kohers comparent les deux marchés de F&A composés, d'une part, de plus de 7000 cibles non cotées et, d'autre part, de plus de 5000 cibles cotées. Les résultats obtenus montrent que l'acquisition de cibles privées apporte à la fois un accroissement de richesse aux acquéreurs et une prime relativement élevée aux propriétaires des cibles. Cette prime s'explique, selon eux, par le substantiel pouvoir de négociation que détiennent les cibles privées en raison de leurs caractéristiques propres : notamment la concentration de la propriété, qui peut être associée à de moindres conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants, ainsi qu'à une pression moins élevée à la vente venant d'actionnaires externes moins informés à un moment où le marché sous-évalue les parts de la société. Ce pouvoir de négociation permet ainsi à la cible privée d'exiger une prime plus élevée parce qu'elle est plus libre de choisir la manière et le moment de se vendre,

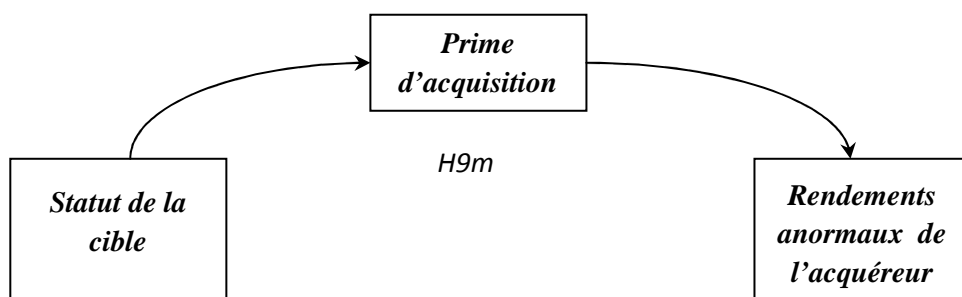
pour autant qu'elle ne soit pas contrainte de se vendre pour des raisons de déséquilibre financier ou de succession.

De leur côté, Hansen et Lott (1996) évoquent le pouvoir de négociation de l'acquéreur dans le cas de cibles privées, et ce, lorsque les actionnaires de l'acquéreur détiennent un portefeuille diversifié. En effet, ces auteurs suggèrent que les actionnaires diversifiés détenant des positions dans le capital de l'acquéreur et de la cible seraient plus intéressés par les gains agrégés des deux protagonistes que par le seul gain de l'acquéreur. Toutefois, lorsque la cible est non cotée, ces actionnaires seraient préoccupés seulement par les gains de l'acquéreur, et par conséquent, par le prix qui sera offert pour acquérir la cible privée. Ainsi, selon Hansen et Lott, pour une cible non cotée, l'engagement des actionnaires dans les négociations autour des primes de contrôle est plus important, ce qui supposerait que le niveau de celles-ci soit plus bas que lorsqu'il s'agit de cible cotée.

Enfin, dans le secteur bancaire, Hagendorff et al. (2010) ne trouvent aucune association significative entre le statut de la cible et le niveau de la prime qu'elle perçoit. Sur leur échantillon de 236 transactions européennes, la prime moyenne (en valeur comptable) des 143 banques cibles cotées de l'échantillon était de 155%, contre 148% pour les banques non cotées, soit une différence de moyenne de 7%, non significative au seuil de 10%.

Compte tenu des travaux plus récents de Officer (2007) et Officer et al. (2009), et conformément à l'hypothèse de liquidité évoquée plus haut, nous supposons que :

Hypothèse H9m : *L'acquisition de cibles non cotées influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées.*



2.2.3. Performance avant acquisition de la cible

La performance d'une cible peut être évaluée, selon Richard (1989), d'après sa rentabilité, sa productivité et les rendements de ses actifs. L'évaluation de la performance est donc tributaire de la sélection des mesures de performances appropriées et privilégiées par un initiateur.

En effet, selon la théorie managériale, un offreur peut être amené à verser une prime élevée pour l'acquisition d'une cible s'il est persuadé que la sous-performance de celle-ci émane de la mauvaise allocation de ses ressources et de son inefficience interne. Ceci correspond à la vision de Jensen et Ruback (1983) qui présentent le marché de contrôle des entreprises comme un marché dans lequel les dirigeants sont en compétition pour allouer le plus efficacement possible les ressources des sociétés. D'après Servaes (1991), les cibles les moins « glamours », affichant de faibles multiples de capitalisation boursière sur fonds propres, laissent le champ libre à une amélioration de leur performance managériale. Les offreurs ayant alors devant eux de vastes perspectives d'améliorations pourraient se montrer plus généreux.

Les études analysant la relation entre la performance avant acquisition de la cible et le niveau de la prime sont aussi mitigées. Nous pouvons citer l'étude de Beatty et al. (1987) qui a analysé les variables financières de 264 cibles bancaires et leur impact sur le niveau de la prime de contrôle. Ils trouvent, contrairement à la conception managériale évoquée précédemment, que les banques initiatrices payent des primes élevées aux cibles performantes, bien gérées et opérant dans un environnement moins compétitif. Le même constat est établi par Haunschild (1994). Il relève, sur un échantillon de 453 acquisitions entre 1986 et 1993, que plus la cible est sous-performante avant l'opération, moins la prime versée est élevée. Ce point de vue est également soutenu par Diaz et al. (2009) qui trouvent, sur un échantillon de 81 F&A bancaires en Europe, que la profitabilité de la cible, exprimée en ROE, est positivement associée au niveau de la prime offerte.

En revanche, Varaiya (1987) et Machlin et al. (1993) soutiennent les propos de la théorie managériale et remarquent des niveaux de primes élevés associés à la sous-performance de la cible avant l'opération. Pour ces auteurs, les initiateurs sont convaincus de la sous-valorisation et de l'inefficience managériale des cibles, c'est ce qui explique de telles primes versées. Enfin d'autres auteurs ne relèvent aucun lien significatif entre les primes payées et la performance passée de la cible (Hayward et Hambrick, 1997 ; Schwert, 2000). De leur côté, Slusky et Caves (1991) n'ont pas examiné de manière directe la performance avant-acquisition comme déterminant de la prime. Ils trouvent que cette dernière est moins élevée lorsque la cible est caractérisée par un actionnariat concentré présumant un contrôle plus rigoureux des actions du management et par conséquent une meilleure efficacité managériale.

2.3. Influence des déterminants des primes liés aux caractéristiques des banques acquéreuses sur leurs rendements boursiers

La performance récente de l'acquéreur est l'une des variables qui ressort le plus dans la littérature analysant les déterminants des primes de contrôle qui se rattachent aux caractéristiques de l'initiateur. Pour certains auteurs, la profitabilité avant acquisition de l'acquéreur est synonyme de la santé financière de celui-ci et de sa capacité à mener à bien la transaction et réaliser d'importantes synergies. Pour d'autres auteurs, cette performance passée de l'initiateur peut accroître l'orgueil et la présomption de son management qui surestimerait sa capacité à conduire des acquisitions et par conséquent, surpayerait celles-ci. Par ailleurs, la concurrence entre offreurs et la participation préalable de ces derniers dans le capital des cibles ont été aussi désignés comme facteurs susceptibles d'influer sur le niveau des primes offertes, et par conséquent, sur la performance des acquéreurs. Nous reviendrons maintenant sur l'ensemble de ces déterminants dans les paragraphes suivants.

2.3.1. Les caractéristiques financières de l'acquéreur : influence de sa profitabilité avant l'opération sur la prime et la performance

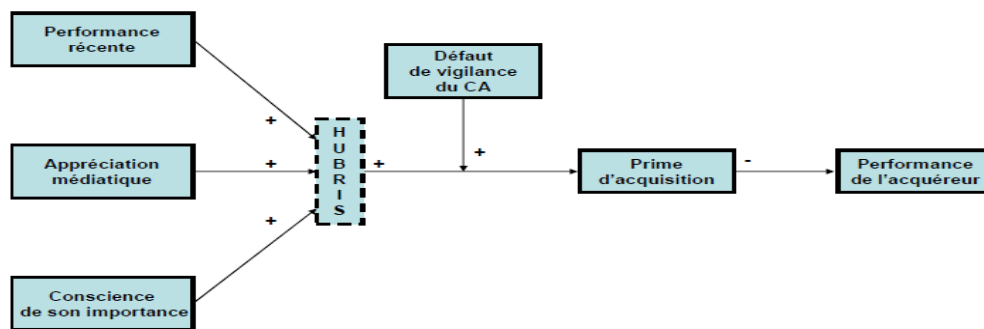
Selon Diaz et al. (2009), les caractéristiques de l'acquéreur qui peuvent influencer le niveau des primes offertes dépendent de la capacité de l'initiateur à payer et à améliorer le management de la cible.

Concernant la capacité à payer, elle est souvent associée dans la littérature à un certain nombre d'indicateurs financiers qui traduisent la santé financière des entreprises et des banques qui entreprennent des acquisitions. Les indicateurs suivants des banques acquéreuses ont été trouvés positivement et significativement corrélés aux primes payées dans la littérature : revenus non liés aux intérêts, taux de rendements des actifs (Hakes, Brown et Rappaport, 1997) et la proportion des fonds propres dans le bilan (Bensen, Hunter et Wall, 1995). D'autres auteurs, tels que Gart (1999) et Diaz et al. (2009), ne relèvent aucune relation significative entre les indicateurs précités et la prime de contrôle.

Quant à la capacité à améliorer le management et la profitabilité de la cible, elle rejoint la théorie managériale, précédemment évoquée, et dépend de la performance de l'acquéreur avant la transaction. Dans ce contexte, l'hypothèse de l'hubris est souvent testée. Cette dernière stipule que l'orgueil ou la présomption des dirigeants les amènent à surestimer leur dextérité à réussir leurs acquisitions et par conséquent à surpayer celles-ci. Dans l'étude de Hayward et Hambrick (1997), l'hubris des dirigeants peut être déterminé par trois facteurs : la performance boursière récente de la

firme, la reconnaissance médiatique des dirigeants et la valeur que s'accordent à eux-mêmes les dirigeants (extension de leurs attributions et salaire relatif). Ces trois déterminants de l'hubris entraineraient donc selon Hayward et Hambrick le versement de primes plus élevées et par conséquent de faibles rendements anormaux (Figure 13).

Figure 13 : L'hubris du directeur général dans les grandes acquisitions d'après Hayward et Hambrick (1997)



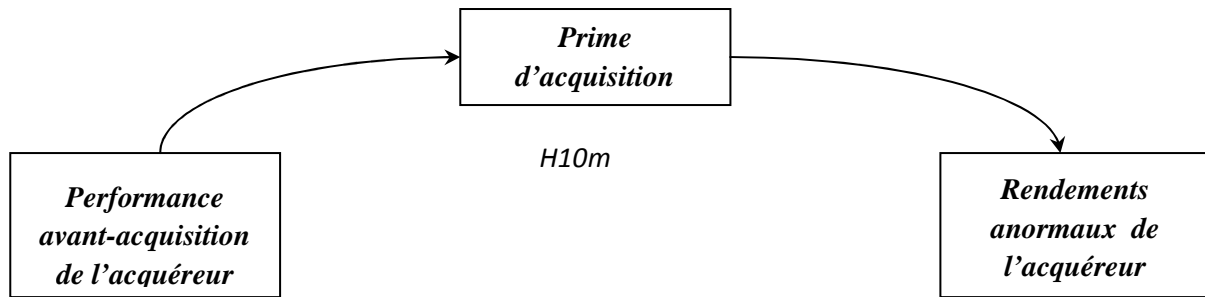
Source : Hayward et Hambrick (1997)

La conclusion des auteurs est que ces trois facteurs de l'hubris se révèlent fortement associés à la taille des primes payées, et que cette corrélation est encore plus forte lorsque les CA manquent de vigilance⁴⁷. Ce résultat révèle ainsi que la présomption des dirigeants peut être très accentuée par la performance de ces derniers. Le même constat a été établi par Meindl et al. (1985) qui soulignent la tendance d'attribuer tout le succès organisationnel aux dirigeants, ce qui les amène à vouloir étendre leur réussite à d'autres entités qu'ils jugent mal gérées. Ainsi, la sur-confiance des managers peut les conduire à surpayer leurs cibles, ce qui affecte négativement la performance. Pour Hayward et Hambrick, le marché sanctionne les annonces des dirigeants sur-confiants parce qu'ils s'engagent dans plusieurs acquisitions dont la qualité moyenne est plus faible et parce qu'ils peuvent surpayer ces transactions.

Nous allons donc formuler une hypothèse en ligne avec la perspective de l'hubris, ainsi :

⁴⁷ Hayward et Hambrick (1997), analysant les CA les moins vigilants, trouvent qu'ils comptent une forte proportion d'administrateurs délégués en leur sein ou qu'ils ont un directeur général qui est en même temps président du conseil.

Hypothèse H10m : La performance avant acquisition des banques acquéreuses influence négativement leurs rendements anormaux du fait de primes versées plus élevées.



2.3.2. Incidence des autres déterminants liés aux acquéreurs

Outre la performance avant acquisition des acquéreurs, d'autres caractéristiques propres à ces derniers peuvent aussi être déterminantes dans la fixation du niveau des primes offertes. Il s'agit notamment de la concurrence entre offreurs et la participation préalable de ces derniers dans le capital des cibles.

➤ *La concurrence entre offreurs : incidence de la surenchère sur les primes*

La concurrence entre offreurs devrait conduire l'offreur ayant les possibilités de synergie à proposer la prime la plus élevée (Tesolin, 2005). Pour cet auteur, chaque offreur est prêt à payer son prix maximum moins epsilon pour que son concurrent abandonne l'opération. Toutefois, les anticipations de synergies sont incertaines et elles peuvent être sous-estimées ou surestimées. De ce fait, l'offreur « vainqueur » a de forte chance de surestimer les bénéfices de l'opération et surpayer la cible (Varaiya, 1988). Pour ce dernier, les primes d'offres publiques sont d'autant plus élevées qu'il y a d'offreurs concurrents. Walking et Edminster (1985) relèvent un impact significatif au seuil de 1% de la concurrence entre les firmes initiatrices sur le niveau des primes payées. Cette même étude stipule que l'offreur a intérêt à acquitter une surprime dissuasive, plutôt que risquer de déclencher un processus de surenchère, qui les amènerait à rater l'opération ou à payer une prime finale encore plus élevée. En France, les résultats de Segretain (2005) convergent avec ceux de Varaiya (1988) et Walking et Edminster (1985). Ils montrent que chaque enchère franchie se traduit par une hausse sensible de la prime. Cette surenchère n'est donc pas sans incidence sur la richesse des actionnaires de l'acquéreur et de la cible. Du point de vue de cette dernière, Bradley, Desai et Kim (1988) relèvent, sur 236 opérations aux Etats-Unis, une différence entre les rendements anormaux cumulés relatifs à une offre concurrencée et non concurrencée de 20% (période de 20 jours avant la date

d'annonce et quarante jours après). Francks et Harris (1989) confirment ce constat au Royaume-Uni, et trouvent une différence de 19.2% (période de quatre mois avant la date d'annonce et un mois après). Ces résultats indiquent clairement que la concurrence entre acquéreurs profite aux actionnaires de la cible. Quant aux firmes initiatrices, les résultats sont plus mitigés. Si Francks et Harris (1989) obtiennent une différence de rendements négative de l'ordre de -0.7% due à la concurrence des offres, Bradley et al. (1988) relèvent un effet positif de la concurrence sur la richesse des actionnaires de l'acquéreur (+1.7%). Ce résultat a priori surprenant est dû probablement, selon les auteurs, au fait que seuls les acquéreurs vainqueurs des batailles boursières sont pris en considération, créant ainsi un biais dans la mesure où l'acquéreur remportant le deal est celui qui est capable de réaliser des synergies élevées.

Par ailleurs, comme nous l'avons précédemment souligné, la vague de déréglementation et de désintermédiation des marchés bancaires aux États-Unis, a engendré une plus grande concentration dans le secteur afin d'exploiter les avantages géographiques et les synergies possibles. Ainsi, l'allègement des restrictions imposées par les différents États américains, suite au Riegle-Neal-Act, a entraîné la hausse du niveau des primes (Brewer et al., 2000). Cette loi a autorisé le rapprochement des banques issues d'États différents, ce qui a multiplié le nombre d'offres produisant ainsi un effet d'enchère. En outre, cette législation, obligeant à une plus grande publicité et transparence, a permis aux offrants successifs d'exploiter l'information de l'offrant initial. Les conséquences sont que les RAC des acquéreurs sont passés d'une moyenne de 9% avant la législation à 6% après, alors que les RAC des cibles ont augmenté de 20% environ (Brewer et al., 2000).

➤ *La participation préalable de l'acquéreur*

Le pourcentage du capital initialement détenu par l'acquéreur dans la cible peut aussi constituer l'un des déterminants des primes de contrôle et des rendements anormaux enregistrés par l'acquéreur. Selon Schatt et Roy (2005), cette participation préalable permet un meilleur accès à des informations privées sur la cible, ce qui réduirait le risque de surpayer la transaction, et par conséquent de meilleurs rendements. Le même constat est établi par Le Maux (2007) qui soutient qu'une participation de l'acquéreur préalable à l'opération lui permet de réduire l'asymétrie d'information existante. Ainsi, l'évaluation des bénéfices privés et de la création de valeur potentielle par l'initiateur est plus précise. De son côté, Hamza (2007) note que le niveau de participation initial de l'acquéreur rend compte du nombre de titres nécessaires pour atteindre le seuil minimum pour la prise de contrôle. Il ajoute que les droits de vote se rattachant à cette participation constituent un moyen efficace d'influence sur le pilotage des affaires de la cible et favoriserait les alliances avec

certains actionnaires de la cible. Dans certains cas, cette influence se manifeste par le contrôle d'une partie du CA.

Par rapport aux réactions des marchés, la détention d'une proportion significative du capital d'une cible est souvent interprétée comme un signal positif quant aux motivations et intentions de l'initiateur. Ainsi, Grossman et Hart (1980) trouvent une association positive entre la participation préalable de l'initiateur et ses rendements anormaux. Le même constat est établi par Hirshleifer et Titman (1990), Shatt et Roy (2005) et Farinha et Miranda (2003). Ils relèvent une probabilité de succès d'une offre élevée lorsque l'acquéreur détient une participation initiale dans la cible. De plus, Hirshleifer et Titman (1990) constatent que cette dernière reçoit une prime plus réduite si l'acquéreur possède préalablement une position initiale dans le capital, ce qui rejoint le point de vue, d'un meilleur accès à des informations privées sur la cible.

Selon Segretain (2005), en se pré-positionnant dans le capital de la cible, l'offreur cherche à augmenter ses chances de parvenir à ses fins et à diminuer le coût de l'opération, dans la mesure où il n'aura pas à verser de prime sur les actions préalablement détenues avant l'offre. Stulz (1988) remarque que la prime est une fonction décroissante de la part de capital détenue par l'initiateur et croissante de la part de capital détenue et raliée au management de la cible. L'auteur évoque également le rôle joué par les actionnaires passifs⁴⁸, dont le nombre acceptant de vendre leurs actions est croissant de la prime. Dès lors, moins l'offreur devra convaincre d'actionnaires passifs et moins la prime sera élevée.

De leur côté, Schatt et Roy (2005) stipulent que les anciens actionnaires, qui détenaient des actions avant l'offre, ont déjà accès à des informations privées et sont, par conséquent, mieux capables d'évaluer les gains potentiels de l'opération et le niveau de la prime, contrairement aux nouveaux actionnaires confrontés aux problèmes d'asymétries informationnelles et éprouvant plus de difficulté à évaluer une cible. Ces auteurs ont testé cette relation sur 80 acquisitions de blocs réalisées en France entre 1996 et 2002. Ils concluent que la taille du bloc exerce une influence sur la prime payée (corrélation positive), et ce, lorsque l'acquisition est effectuée par de nouveaux actionnaires et non par des anciens. La distinction des deux types d'actionnaires est donc pertinente selon Schatt et Roy. Par ailleurs, le seuil de 50% permet d'observer si la recherche du contrôle par l'offreur ou sa détention préalable a un effet sur la prime. Pour Segretain (2005), le pourcentage de droits de vote détenus par l'initiateur avant l'opération n'est pas corrélé significativement avec la prime. Il note en outre que le seuil de 50% de ces droits ne permet pas en moyenne à l'offreur de payer moins cher son opération.

⁴⁸ Qui ne participent pas à la vie des entreprises, contrairement aux actionnaires actifs.

📖 A l'issue du chapitre 2, les travaux empiriques analysant l'incidence des caractéristiques de la transaction et des firmes impliquées sur la performance post-acquisition semblent donner des résultats mitigés. Ainsi, afin de formuler nos hypothèses, nous nous sommes appuyés sur les conceptions théoriques les plus dominantes dans ces travaux ainsi que sur la tendance des résultats de ces derniers. Nous synthétiserons l'ensemble de ces hypothèses dans la conclusion de la première partie, dans laquelle nous présenterons également nos modèles conceptuels qui seront analysés empiriquement dans la seconde partie empirique.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

En conclusion, et à travers la revue de littérature de cette première partie, nous comprenons que la réaction des investisseurs à l'annonce de F&A est conditionnée par de nombreux facteurs informationnels. Sans pouvoir être exhaustif, nous avons présenté les principaux déterminants des rendements des acquéreurs que la littérature scientifique récente retient le plus fréquemment.

La distinction des déterminants que nous avons opérée, selon qu'ils se rattachent à l'opération, aux parties concernées ou aux caractéristiques des CA, n'a pour seul but que de systématiser la présentation en vue de faciliter la compréhension de ce qui se passe lorsque l'annonce d'une opération devient publique. Elle n'a qu'un simple intérêt pédagogique car tous ces déterminants en pratique ne peuvent être isolés les uns des autres. En effet, l'annonce publique d'une F&A véhicule un ensemble d'informations, et c'est cet ensemble d'informations « déterminantes » qui va conditionner la réponse des investisseurs. La difficulté de cerner la portée exacte de tel ou tel déterminant est perceptible à travers tout le parcours dressé dans cette partie. C'est ainsi que nous observons, par exemple, qu'un mode de paiement en titres est un signal en soi d'une portée toute relative à significations multiples : parce qu'il est reçu de manière totalement différente si la cible est de taille importante, si elle n'est pas cotée, si elle est étrangère, ou encore s'il y a concurrence entre acquéreurs potentiels. Toutefois, face à cette complexité, l'alchimie de la combinaison des déterminants n'empêche pas de dégager certaines tendances et causalités dominantes, à partir des observations accumulées depuis de nombreuses années en ce domaine particulier de l'activité financière.

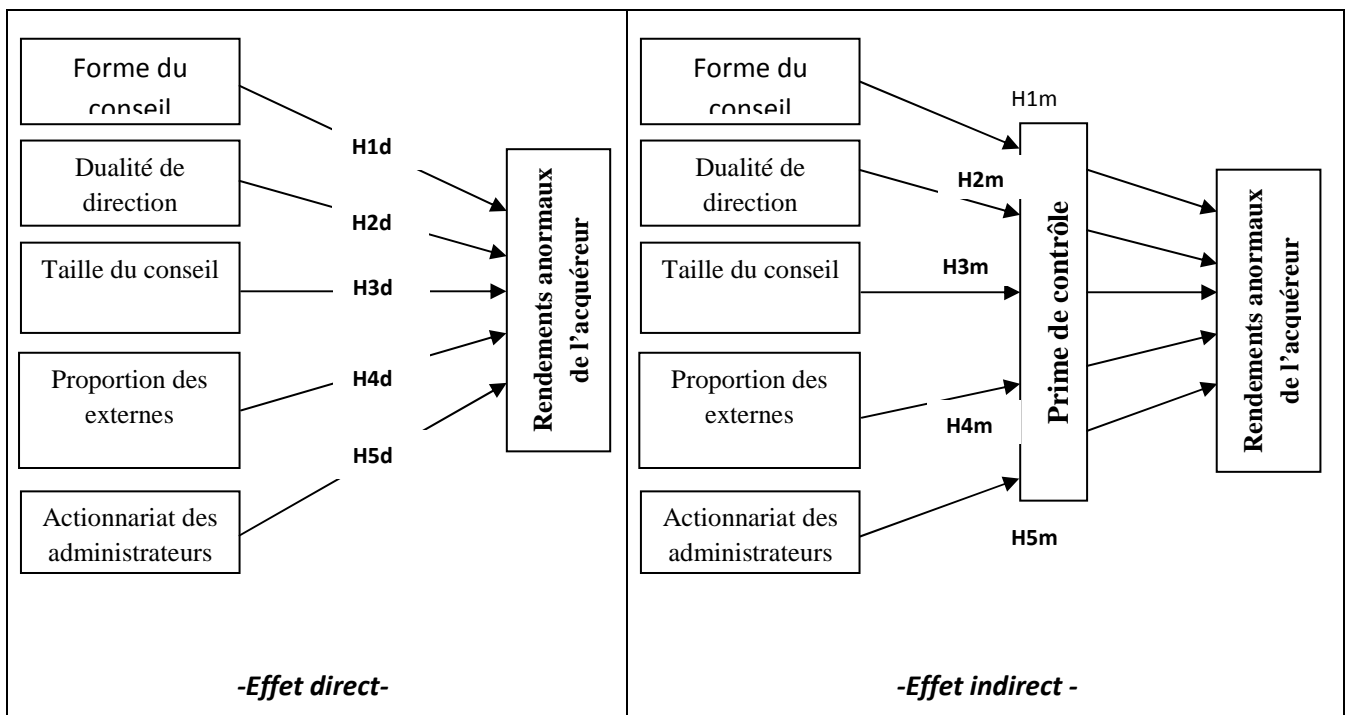
Par ailleurs, et comme nous l'avons vu, certaines caractéristiques des conseils des établissements acquéreurs peuvent aussi signaler au marché la pertinence de l'opération et sa capacité à créer de la valeur. Ces caractéristiques sont souvent cernées dans la littérature sous l'angle de la perspective de l'agence. A titre d'exemple, le cumul au CA des fonctions de directeur et de président du conseil est négativement perçu par les théoriciens de l'agence, qui considèrent le poste de PDG comme extrêmement précieux pour poursuivre une stratégie d'enracinement et bénéficier de ses privilèges. Ainsi, ils supposent, en relation avec les F&A, que l'annonce d'une opération par une firme initiatrice caractérisée par cette dualité de direction produirait une réaction négative du marché. Ce dernier interpréterait, en effet, cette décision soit comme une manœuvre d'enracinement de la part du PDG (Shleifer et Vishny, 1989), ou soit comme moyen destructeur de valeur d'utiliser les flux de

trésorerie libres (Jensen et Meckling, 1976), ou encore comme la traduction de l’hubris ou de l’ego du PDG (Roll, 1986). Toutefois, comme nous l’avons pu relever, les travaux empiriques menés dans ce contexte ne font pas l’unanimité, bien que la majorité d’entre eux semble corroborer la perspective de l’agence.

Ainsi, en nous inspirant des différents concepts et conclusions évoquées dans cette première partie, nous présenterons notre modèle conceptuel. Celui-ci est sous forme d’un modèle multidimensionnel explicatif des réactions du marché aux annonces de F&A, qui tiendra compte aussi bien des caractéristiques des conseils des banques initiatrices que des autres déterminants de la performance liés aux caractéristiques de la transaction et à celles des banques engagées.

Concernant l’analyse des effets, direct et indirect, des caractéristiques du conseil de l’acquéreur sur sa performance boursière, les modèles conceptuels peuvent se présenter comme suit :

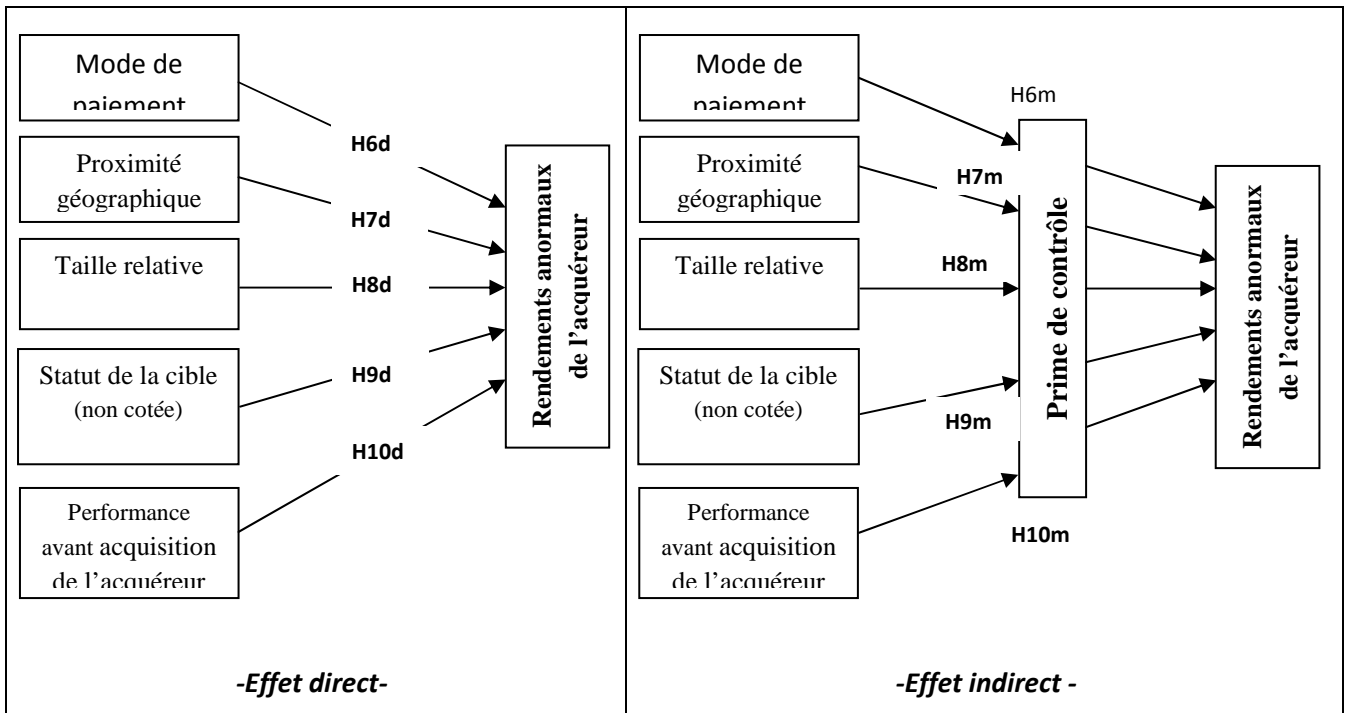
Figure 14 : Effets direct et indirect des caractéristiques du conseil de l’acquéreur sur ses rendements boursiers



Les hypothèses H1d, H2d, H3d, H4d et H5d, présentées dans les modèles conceptuels ci-dessus, traduisent l’incidence directe de chacune des caractéristiques du conseil de l’acquéreur sur la performance de celui-ci. Quant aux hypothèses H1m, H2m, H3m, H4m et H5m, elles se rapportent à l’influence indirecte du conseil sur les rendements de l’offreur en supposant l’effet médian de la prime de contrôle. La synthèse de ces hypothèses sera présentée plus loin.

A côté de l'étude de l'influence des caractéristiques du conseil, nous contrôlerons aussi l'effet direct et indirect des autres déterminants de la performance. Ces deux effets peuvent être schématisés comme suit :

Figure 15 : Effets direct et indirect des autres déterminants de la performance sur les rendements anormaux de l'acquéreur



Enfin, le tableau ci-après dresse une synthèse des hypothèses formulées dans cette première partie et représentées dans les modèles conceptuels plus hauts :

Tableau 8 : Hypothèses à tester et signe attendu sur la prime et les rendements anormaux (RA), d'après la théorie de l'agence et la littérature					
	Caractéristique/ déterminant	L'hypothèse formulée	Influence attendue		
			Sur la prime	Sur les RA	
Caractéristiques du conseil (Question de recherche I)	Effet direct	Forme du conseil (conseil de surveillance)	H1d : la forme bicamérale à directoire et conseil de surveillance d'une banque acquéreuse a une influence positive sur la performance boursière de celle-ci.		+
		Dualité de direction	H2d : le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil a une influence négative sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'acquisition.		-
		Taille du conseil	H3d : la taille élevée du conseil d'une banque initiatrice a une influence négative sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération.		-
		Proportion des membres externes (non-exécutifs)	H4d : la domination du conseil de l'acquéreur par des membres externes a une incidence positive sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération		+
		Pourcentage du capital détenu par les membres du conseil	H5d : l'actionnariat des membres du conseil d'une banque acquéreuse a une incidence positive sur ses rendements anormaux autour de la date d'annonce de l'opération.		+
	Effet indirect	Forme du conseil	H1m : La forme bicamérale du conseil de l'acquéreur (directoire et conseil de surveillance) influence positivement ses rendements anormaux grâce à des primes versées moins élevées.	-	+
		Dualité de direction	H2m : La dualité de direction influence négativement les rendements anormaux à cause de primes versées plus élevées.	+	-
		Taille du conseil	H3m : L'accroissement de la taille du conseil influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes versées plus élevées.	+	-
		Proportion des membres externes (non-exécutifs)	H4m : La domination du conseil par des membres externes (non-exécutifs) influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées mieux maîtrisées.	-	+
		Pourcentage du capital détenu par les membres du conseil	H5m : Le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées moins élevées.	-	+

Déterminants de la performance (Question de recherche 2)		Effet direct		
Méthode de paiement (<i>cash</i>)	H6d : Les établissements initiateurs enregistrent une réaction positive à l'annonce d'une acquisition financée par cash.			+
Proximité géographique	H7d : L'annonce d'opérations domestiques génère des rendements anormaux positifs pour les établissements initiateurs.			+
Taille relative (<i>augmentation</i>)	H8d : Plus la taille de la cible, par rapport à celle de l'acquéreur, est faible, plus le marché anticipe une meilleure intégration se traduisant par des rendements anormaux supérieurs pour l'initiateur.			-
Statut de la cible (<i>non cotée</i>)	H9d : L'acquisition d'une banque non cotée produit des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur.			+
Performance avant acquisition de l'acquéreur	H10d : Plus la performance avant acquisition de l'initiateur est élevée, plus ses rendements anormaux sont faibles à l'annonce de l'opération.			-
		Effet indirect		
Méthode de paiement (<i>cash</i>)	H6m : L'utilisation du cash comme moyen de paiement influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées moins élevées.	-		+
Proximité géographique	H7m : Les opérations domestiques sont positivement associées aux rendements anormaux des banques acquéreuses grâce à des primes versées moins élevées.	-		+
Taille relative (<i>augmentation</i>)	H8m : L'augmentation de la taille relative de la cible influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes négociées plus élevées.	+		-
Statut de la cible (<i>non cotée</i>)	H9m : L'acquisition de cibles non cotées influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées.	-		+
Performance avant acquisition de l'acquéreur	H10m : La performance avant acquisition des banques acquéreuses influence négativement leurs rendements anormaux du fait de primes versées plus élevées.	+		-

Nous allons à présent vérifier empiriquement l'ensemble des hypothèses sur un échantillon de 124 F&A bancaires en Europe.

Partie II

**Mise en évidence empirique de l'influence des caractéristiques
des conseils et des déterminants de la performance sur les
rendements anormaux des banques acquéreuses européennes**

Les modèles conceptuels présentés en conclusion de la première partie seront traduits dans cette seconde partie en modèles empiriques sous forme d'équations de régression linéaire multiples. Ces dernières vont mettre en relation chacune des caractéristiques du conseil et des déterminants de la performance avec les rendements de l'acquéreur.

Comme nous l'avons déjà décrit, deux types d'analyse seront menés, d'une part une analyse directe associant les différentes variables directement à la performance de l'acquéreur, et d'autre part, une analyse indirecte, introduisant l'effet médiateur de la prime sur la relation entre les différents facteurs exogènes et les rendements boursiers de l'initiateur.

Le premier chapitre de cette deuxième partie exposera la démarche méthodologique qui sera mise en œuvre. Les différents modèles empiriques de régression seront tout d'abord décrits (section 1), ensuite, nous présenterons notre échantillon de banques acquéreuses européennes ainsi que les différentes variables du modèle (section 2). Dans le second chapitre, nous présenterons l'ensemble des résultats descriptifs et de régression (section 1) avant de discuter ces derniers (section 2).

Chapitre 3 : Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique

Dans ce premier chapitre, nous présenterons tout d'abord nos modèles empiriques, ensuite nous décrirons notre méthodologie qui consiste en une étude d'événement pour évaluer la performance et une régression linéaire multiple afin d'établir le lien entre cette performance, du point de vue de l'acquéreur, et l'ensemble des caractéristiques de son conseil ainsi que d'autres déterminants de la performance. Plus loin, nous reviendrons sur notre échantillon de banques initiatrices et la manière dont les données ont été collectées.

Section 1 : Modèles empiriques et méthodologie

Avant d'exposer notre méthodologie, nous présenterons tout d'abord les modèles empiriques élaborés à partir des relations entre les concepts décrits en première partie.

1. Modèles empiriques : les déterminants des rendements des banques acquéreuses

Dans le but de répondre aux différentes hypothèses de recherche formulées, nous allons définir les équations de recherche permettant de cerner la relation existant entre les caractéristiques du conseil de l'acquéreur ainsi que d'autres déterminants de la performance et les rendements anormaux enregistrés autour de la date d'annonce de l'opération.

Les modèles théoriques qui seront testés sont sous la forme d'une régression linéaire multiple. En effet, cette linéarité a été largement justifiée par les travaux empiriques antérieurs mettant en relation la rentabilité anormale et une série de déterminants de celle-ci telles que la méthode de paiement, la séparation des fonctions de directeur et de président du conseil, etc. De plus, afin de justifier la linéarité, une série de tests existe dont le plus connu⁴⁹ est le test RESET (pour *Regression Error Specification Test*) proposé par Ramsey (1969). L'idée de ce dernier est de tester un modèle linéaire contre un modèle augmenté de termes élevés à une puissance supérieure à deux. Ce test consiste alors à tester la nullité de ces derniers termes. L'annexe 6 donne le résultat de ce test et justifie ainsi le recours à une régression linéaire dans l'analyse des différents effets définis dans nos modèles conceptuels. Pour traduire ces derniers en modèles empiriques, deux effets seront donc testés : le premier est direct et porte sur l'influence des caractéristiques du CA de l'acquéreur sur sa performance. Nous ajouterons aussi d'autres déterminants, comme variables de contrôle, justifiés à travers la littérature quant à leur incidence sur les rendements.

Ainsi, en reprenant l'ensemble des facteurs du modèle conceptuel, l'équation de recherche qui traduira l'effet direct s'écrira sous la forme :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

Avec :

« **RAC** » : les rendements anormaux cumulés autour la date d'annonce de l'opération. Ils constituent notre variable endogène à expliquer par l'équation ;

« **c_surv** » : ce facteur nous permettra d'évaluer l'impact du système dual comme type de conseil sur les RAC ;

⁴⁹ Selon le guide du logiciel Stata v9.2.

« **dualite** » : cette seconde caractéristique est liée au cas où le directeur général est aussi président du CA. Elle concerne donc uniquement les conseils d'administration. Nous essaierons ainsi de vérifier l'existence de lien entre ce cumul des fonctions et les rendements boursiers chez l'initiateur ;

« **taille_c** » : l'analyse de la taille du conseil nous permettra de voir, si et de quelle manière, les marchés réagissent à cette caractéristique du conseil largement débattue dans la littérature, et ce, à l'annonce d'une opération de F&A ;

« **ext_c** » : ce facteur a pour objectif de vérifier si la proportion des administrateurs externes dans le conseil, pouvant refléter son indépendance, influence la rentabilité des opérations annoncées ;

« **action_c** » : cette variable vise à cerner l'incidence du pourcentage du capital détenu par les membres du conseil de l'acquéreur sur les rendements anormaux de ce dernier ;

« **meth_p** » : elle permet de vérifier l'impact de la méthode de paiement retenue sur la performance de l'opération ;

« **proxi_g** » : le contrôle de ce facteur permet de voir si les marchés réagissent différemment selon que l'opération annoncée est domestique ou transfrontière ;

« **t_rel** » : elle permet de vérifier l'influence que pourrait avoir la taille de la cible relativement à celle de l'initiateur sur les rendements boursiers.

« **stat_c** » : la distinction entre les cibles cotées et les cibles non cotées permet de vérifier si le statut de la cible impacterait les rendements anormaux de l'acquéreur ;

« **perf_a** » : ce paramètre a pour but de rapprocher la performance avant acquisition de la performance boursière post-acquisition de l'acquéreur.

Par ailleurs, un second effet sera aussi modélisé par régression linéaire multiple. Celui-ci est indirect et vise à vérifier l'impact du niveau de la prime de contrôle versée, pris comme variable médiatrice, sur la relation indirecte entre les différents facteurs soulevés dans l'effet direct et la performance de l'acquéreur.

Pour cela, nous adopterons l'approche empirique proposée par Baron et Kenny (1986) pour le test de cet effet. Cette approche a été déjà utilisée dans le contexte des F&A par Bodolica (2005) pour analyser l'effet médiateur de la performance sur la relation indirecte entre, d'une part, la méthode de paiement et la prime d'acquisition, et d'autre part, la rémunération des dirigeants.

Selon Baron et Kenny (1986), une variable est considérée comme médiatrice lorsqu'elle permet d'expliquer la manière ou le processus par lequel la variable indépendante influence la variable dépendante. Les processus médiateurs répondent donc à la question « comment, pourquoi » l'effet X-Y existe.

Comme nous l'avons déjà souligné, le test de la médiation proposée par Baron et Kenny passe par quatre étapes, nécessitant trois équations de régression. La première vise à régresser la variable dépendante sur les variables indépendantes ; la seconde permet de régresser la variable médiatrice sur les variables indépendantes ; et la troisième régresse la variable dépendante sur à la fois la variable médiatrice et les variables indépendantes.

Par ailleurs, pour établir une médiation, trois conditions devraient être remplies : (1) l'influence des variables indépendantes sur la variable dépendante doit être démontrée dans la première équation ; (2) les variables indépendantes doivent influencer la médiatrice dans la seconde équation ; (3) la variable médiatrice doit influencer la variable dépendante dans la troisième équation.

Dans notre contexte de recherche, l'effet médiateur est représenté par la prime de contrôle versée par l'acquéreur aux actionnaires de la cible.

Ainsi, en appliquant l'approche de Baron et Kenny (1986), l'effet indirect, dû à la médiation, se traduirait par les trois équations de régression linéaire suivantes :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

$$(2) \text{ PRIME} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

$$(3) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \beta_{11} \text{ PRIME} + \varepsilon$$

L'équation de régression (1) correspond à l'étude de l'effet direct *conseil/performance* et *déterminants contrôlés/performance*. Cette équation constitue donc la première condition de la démarche de Baron et Kenny. Pour ces auteurs, avant d'expliquer comment X agit sur Y, il faut d'abord que l'effet X sur Y soit démontré.

Concernant l'équation (2), elle correspond à la deuxième condition de la démarche et vise à démontrer l'influence des mêmes caractéristiques et déterminants précédents sur le niveau de la prime d'acquisition. Une fois ces deux équations élaborées, la troisième a pour but d'établir le lien entre les rendements anormaux cumulés et l'ensemble des caractéristiques du conseil et des déterminants de performance ainsi la prime de contrôle. Enfin, dans le cadre d'un test de significativité (quatrième étape de la démarche), l'équation (1) sera comparée à l'équation (3) en termes d'incidence des différents facteurs en présence ou absence de médiation. Ainsi, nous parlerons

de médiation lorsque la puissance de l'association directe conseil/performance F&A est atténuée, totalement ou partiellement, en présence de la variable médiatrice « prime ». Nous reviendrons de manière détaillée sur l'approche de Baron et Kenny (1986) dans la sous-section suivante portant sur la méthodologie.

2. Méthodologie de recherche

Nous utiliserons comme démarche empirique deux méthodes économétriques largement utilisées dans le contexte des opérations de F&A. La première démarche est l'étude d'événement qui va permettre de mesurer l'impact boursier d'une opération en isolant l'effet de celle-ci, et la seconde démarche consiste en une analyse linéaire multivariée visant à rattacher ledit impact boursier à un certain nombre de facteurs susceptibles de l'expliquer.

2.1. Etude d'événement et mesure de la performance

L'efficience des marchés est l'hypothèse fondamentale sous laquelle la méthodologie des études d'événement est menée. Elle suppose que les cours reflètent totalement et immédiatement l'ensemble des informations disponibles sur le marché. Selon Fama et al. (1969), « *un marché est efficient si toute l'information disponible lors de la fixation des prix est immédiatement intégrée dans le prix de l'actif* ». Pour Gillet (1997), un marché est jugé efficient, si et seulement si, toute nouvelle information conduit à un ajustement instantané du cours du titre de manière à ce qu'il reflète sa vraie valeur.

En effet, les études d'événements examinent le comportement des cours de l'action des firmes autour des événements liés à l'entreprise (Khotari et Warner, 2006). Ainsi, ces études sont utilisées pour examiner l'effet des décisions stratégiques sur la valeur des firmes, ou encore celui de la réglementation, ou l'annonce des résultats comptables, etc.

De manière plus générale, l'application des études d'événement en gestion est très variée. Ces événements peuvent être endogènes ou exogènes à la firme. Pour les premiers, Mc Williams et Siegel (1997) citent des études qui ont été menées sur des événements tels que le désinvestissement, le changement dans le contrôle de l'entreprise, la modification de la spécialisation des activités, le remplacement des dirigeants, la mise en place de programmes de discrimination positive « *affirmative action* », les licenciements ou les fermetures d'usines, les actions illégales de l'entreprise, l'abandon de certains produits, les modifications au sein du service clients, les programmes de diversification, les décisions d'investissements stratégiques, la formation d'alliance inter-entreprises.

Quant aux événements exogènes à la firme, Mc Williams et Siegel citent la mise en place d'une législation majeure, la nomination de dirigeants à des postes ministériels ou encore le décès des dirigeants des sociétés.

En matière de gouvernance, Genavre (2006) relève, via la méthodologie d'étude d'événement, que l'annonce d'introduction d'administrateurs indépendants-experts en management des firmes françaises du CAC 40 est accueillie favorablement par les marchés en 2002 entre [-1, +4 jours] par une surcotation de +10.61% sur les titres en moyenne. Selon l'auteur, ce signal informationnel a contribué à générer pendant cinq jours une rentabilité anormale moyenne positive de l'ordre de +7% sur les titres.

En effet, l'utilité de cette méthodologie vient du fait que la magnitude de la performance anormale au moment d'un événement justifie une mesure de l'impact (non anticipé) de ce type d'événement sur la richesse des actionnaires (Gillet, 1997). Il s'agit alors de comparer la rentabilité réelle du titre avec la rentabilité, qui aurait été la sienne sur une certaine période (fenêtre d'événement), si l'événement n'avait pas eu lieu. L'écart obtenu est qualifié de rentabilité anormale et va nous permettre d'apprécier la création ou la destruction de valeur induite par l'événement. Cette méthode permet donc d'isoler l'impact d'un événement particulier sur la valorisation par le marché d'un actif financier. Dès sa fondation par Fama et al. (1969), la démarche a fait l'objet de plusieurs améliorations, notamment dans l'appréciation de la rentabilité théorique, afin de mesurer de manière très précise l'impact de l'événement considéré.

2.1.1. Origine de la démarche

Gillet (1997) énumère deux études qui sont à l'origine du développement de la méthodologie d'étude d'événement. Ces deux recherches reposent sur des modèles statistiques et économétriques permettant d'analyser, d'une part, l'effet d'annonce de la publication des résultats annuels (Ball et Brown, 1968), et d'autre part, l'incidence de l'annonce de la division d'actions « *stock splits* » sur le cours de bourse des sociétés (Fama et al., 1969).

➔ L'étude de Ball et Brown (1968)

Dans leur article intitulé « *an empirical evaluation of income numbers* », Ball et Brown (1968) ont utilisé les rentabilités anormales afin d'examiner l'impact de l'annonce des résultats annuels de 261 firmes américaines sur leurs cours boursiers. En considérant une période de 20 années (1946 - 1966),

ces auteurs ont adopté un modèle économétrique permettant de prévoir et d'anticiper pour chaque entreprise étudiée les résultats futurs.

Les entreprises constituant leur échantillon ont ensuite été classées en deux catégories :

- celles dont les résultats réels sont supérieurs aux résultats prévisionnels, ce qui correspond à une bonne nouvelle pour le marché ;
- celles dont les résultats prévisionnels sont supérieurs à ceux réellement enregistrés, ce qui correspond à une mauvaise nouvelle pour le marché.

La méthode adoptée ensuite par Ball et Brown consiste à calculer, moyennant une régression des moindres carrés, les rendements résiduels pour chaque firme de l'échantillon et pour chaque mois de la période, allant de 12 mois avant la date de publication des résultats comptables à 6 mois après l'annonce des résultats. Puis, un indice de performance anormale « *Abnormal Performance Index* » est calculé pour chaque groupe de sociétés.

Les résultats obtenus par ces auteurs montrent qu'en moyenne, le marché a correctement anticipé l'évolution des résultats des entreprises avant leur publication. Les sociétés qui ont publié des résultats décevants ont vu leurs cours diminuer lors des mois précédents la publication, en revanche, pour celles qui ont affiché des résultats supérieurs aux prévisions, les cours boursiers se sont appréciés avant la publication.

➤ *L'étude Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969)*

Cette étude a porté sur 940 annonces de distribution d'actions gratuites et de division de nominal effectuées par 622 firmes du NYSE sur la période 1927 - 1959.

Ce type d'opérations sur titre envoie un signal positif sur le marché, car il est annonciateur d'une future augmentation du dividende annuel et des bénéfices futurs, d'où l'hypothèse de départ de Fama et al., qui considère l'annonce d'une telle manœuvre comme une bonne nouvelle pour le marché.

Sur une période de 60 mois autour de la date d'événement, les auteurs ont utilisé le modèle de marché afin de régresser le taux de rendement mensuel d'une action sur celui de l'ensemble des actions cotées sur le NYSE. Après estimation des paramètres α_i et β_i du modèle, la rentabilité anormale est calculée par la différence entre la rentabilité observée des titres et la rentabilité estimée par le modèle de marché. Le but de cette démarche est donc d'isoler le mouvement de prix relatif aux facteurs spécifiques à chaque titre, des fluctuations de prix dues à la composante systématique, c'est-à-dire au marché.

Ainsi, l'examen des rentabilités anormales obtenues par Fama et al. (1969), autour de la date de distribution d'actions gratuites, confirme l'hypothèse de départ, selon laquelle le marché interprète

cette opération comme un signal positif, compte tenu de son incidence sur la politique de dividende et les résultats futurs. L'autre conclusion relevée par les auteurs est l'efficience du NYSE sous sa forme semi-forte. En effet, aucun comportement significatif des rendements moyens cumulés n'a été recensé après la date de distribution, ce qui montre que le marché a donc bien anticipé l'opération, et que celle-ci est complètement intégrée dans le cours dès la date d'annonce.

2.1.2. Etapes de la démarche

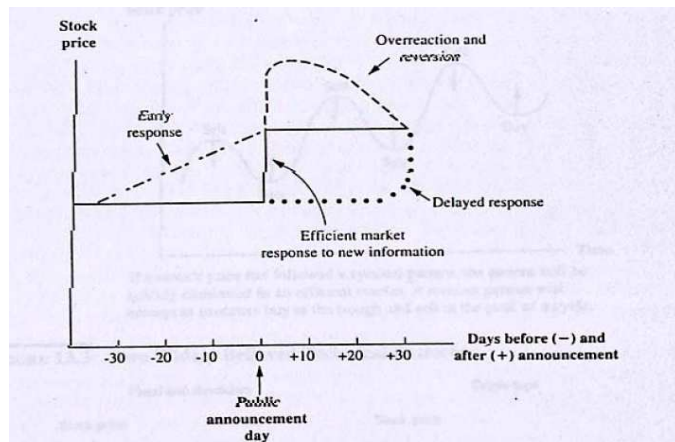
Quel que soit l'événement retenu (F&A, restructuration du CA, annonce des résultats, distribution de *splits*, changement du dirigeant...), la démarche de l'étude d'événement est la même. L'identification de l'événement sous investigation doit être faite de manière précise et pertinente afin d'éviter d'étudier plusieurs événements à la fois. Ainsi, pour cerner l'impact d'une annonce, il faut veiller à ce qu'une autre information n'ait pas d'impact en même temps. De manière générale, la démarche d'une étude d'événement comporte les étapes que nous allons maintenant décrire.

⇒ Détermination de la date d'annonce et de la fenêtre d'analyse

A un événement peuvent être associées différentes dates de survenue. Doit-on en effet prendre en compte la date à partir de laquelle d'éventuelles rumeurs ont couru, ou bien la date de l'annonce officielle de l'événement ou encore la date exacte de survenue de celui-ci ? Il apparaît cependant, d'après la grande majorité des études d'événements menées dans ce contexte⁵⁰, que la date la plus pertinente est le jour où le marché prend officiellement connaissance de l'opération, ce qui correspond à la date de l'annonce de l'opération. Toutefois, il se peut que des « fuites » aient eu lieu ou que les marchés réagissent tardivement, comme indiqué sur la figure suivante :

⁵⁰ D'après une revue de la littérature effectuée par Kothari et Warner en 2006 à partir de cinq importantes revues scientifiques (Journal of Finance, Journal of Business, Journal of Financial Economics, Journal of Financial and Quantitative Analysis et Review of Financial Studies)

Figure 16 : Réaction des cours à de nouvelles informations dans des marchés efficients et inefficients



Source : Ross, Westerfield, Jaffe (1996)

Compte tenu de ces réactions hâtives ou tardives du marché, l'étude d'événement a pour finalité d'analyser les réactions de celui-ci sur un intervalle de temps et non de manière ponctuelle. Cet intervalle autour de la date d'annonce de l'événement est qualifié de « fenêtre d'événement ». Aucune règle scientifique ne permet de fixer la longueur de la fenêtre $[T-x, T, T+x]$ (avec T , la date d'évènement). Selon Lardic et Mignon (2006), une fenêtre d'étude large peut conduire à une estimation moindre du changement de volatilité et peut biaiser les coefficients estimés. Le tableau ci-dessous montre les fenêtres d'événement retenues par quelques auteurs qui ont appliqué cette méthodologie pour les établissements bancaires initiateurs.

Tableau 9 : Les caractéristiques de quelques études d'événement américaines et européennes relevées de la littérature

	Auteurs	Période étudiée	Taille de l'échantillon	Fenêtre d'événement
Etats-Unis	▪ James et Weir (1987)	1972 – 1983	60	(-4 ; 0) (-1 ; 0)
	▪ Madura et Wiant (1994)	1983 - 1987	152	(0m ; 36m)
	▪ Pilloff (1996)	1982 - 1992	48	(-2 ; 2)
	▪ Hayward et Hambrick (1997)	1989 – 1992	106	(-5 ; 5)
	▪ Subrahmanyam et al. (1997)	1982 – 1990	225	(-1 ; 1)
	▪ Bliss et Rosen (2001)	1986 – 1995	66	(-1 ; 1)
	▪ Cornett et al. (2003)	1988 – 1995	423	(-1 ; 1)
	▪ Anderson et al. (2004)	1990 - 1997	97	(-5 ; 1) (-1 ; 0)
Europe	▪ Cybo-Ottone et Murgia (2000)	1988 – 1997	51	(-1 ; 1) (-2 ; 2)
	▪ Beitel et al. (2004)	1987 – 2000	98	(-1 ; 1) (-10 ; 10)
	▪ Campa et Hernando (2006)	1998 – 2002	244	(-1 ; 1)
	▪ Asimakopoulos et al. (2009)	1990 - 2004	170	(-1 ; 1) (-20 ; 20)

m = mois.

Il ressort de ce tableau que les auteurs retiennent différentes fenêtres, allant de deux jours [-1, 0] à plusieurs mois selon le phénomène à étudier. Une grande fenêtre permet éventuellement de capter les anticipations du marché en cas de rumeurs ou d'articles de presse autour de l'offre. En revanche, l'élargissement de la fenêtre s'accompagne de la baisse de la puissance des tests de significativité.

Comme il ressort du tableau ci-dessus, l'étude de Madura et Wiant (1994) portait sur des données mensuelles allant de 0 à 36 mois. A l'origine, Fama et al. (1969) avaient aussi utilisé des données mensuelles. Cette procédure suppose qu'il n'y a pas eu dans le mois d'autres événements dont les effets s'ajouteraient à ceux de l'événement étudié. Ainsi, la limite principale de cette démarche est de confondre l'effet cumulé de deux événements annoncés, alors que l'étude ne porte que sur un événement. L'utilisation de données quotidiennes est donc une avancée importante de la méthodologie. Cependant, cette utilisation pose deux problèmes majeurs : le premier est celui de données manquantes et le second est lié au problème de l'asynchronisme des données. Par rapport au premier problème, les données manquantes peuvent être soit éliminées, soit estimées approximativement. Quant au problème d'asynchronisme, il émane du fait que la cotation de tous les titres ne se fait pas à l'ouverture de la séance, mais au fur et à mesure de son déroulement. Ainsi, la rentabilité de l'indice et celle des titres ne correspondent pas au même ensemble d'information. Ce phénomène entraîne un biais au niveau de l'estimation de β , ce qui nous amène à utiliser des modèles dont le rôle est de corriger le β , par exemple le modèle de Sholes et Williams (1997) ou le modèle de Dimson (1979).

Globalement, et comme on peut déduire du tableau, nombreuses sont les études d'événement privilégiant les données quotidiennes, particulièrement sur une fenêtre de trois jours (-1, 0, +1) autour de la date d'annonce.

➤ *Détermination de la norme de comparaison*

Dans le cadre d'une étude d'événement, un modèle doit nécessairement être formulé dans le but d'estimer, au moment de l'annonce de l'événement, la rentabilité dite « normale » qui aurait été enregistrée si aucun événement n'avait eu lieu. Cette rentabilité calculée théoriquement sert par la suite d'élément de comparaison avec la rentabilité réelle observée au moment de l'annonce, pour former la rentabilité anormale.

Plusieurs modèles existent pour estimer cette rentabilité normale. On peut ainsi avoir recours au CAPM « *Capital Asset Pricing Model* », au modèle de marché « *Market Model* »⁵¹ ou encore la

⁵¹ L'origine du modèle de marché remonte à une constatation de Markowitz en 1952 : l'actif boursier possède une double caractéristique : une certaine rentabilité et un certain niveau de risque lié aux fluctuations des cours boursiers. Il considère

moyenne des rentabilités historiques du titre de la banque considérée. Les rentabilités normales (théoriques), $E(R_{i,t})$, s'expriment selon les différents modèles de la façon suivante :

- **CAPM :** $E(R_{i,t}) = R_f + \beta_i \times [E(R_{m,t}) - R_f] + \varepsilon_{i,t}$

Avec :

R_f : Taux sans risque

β_i : Facteur Bêta

$E(R_{m,t})$: Rentabilité attendue du marché au temps t

$\varepsilon_{i,t}$: Erreur dont l'espérance est nulle

- **Modèle de marché :** $E(R_{i,t}) = a_i + b_i \times E(R_{m,t}) + \varepsilon_{i,t}$

Avec :

a_i : Mesure de l'indépendance du titre i à la rentabilité du marché

b_i : Mesure de la dépendance du titre i à la rentabilité du marché

$E(R_{m,t})$: Rentabilité attendue du marché au temps t

$\varepsilon_{i,t}$: Erreur dont l'espérance est nulle

- **Rentabilité moyenne ajustée :**

$$E(R_{i,t}) = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_{i,t}$: Moyenne des rentabilités du titre i sur une période historique préalablement définie.

$\varepsilon_{i,t}$: Erreur dont l'espérance est nulle.

En effet, chacun de ces modèles nécessite des informations différentes. Le modèle du CAPM a ainsi besoin de la définition d'un taux sans risque et de la rentabilité du marché. Il s'agit par conséquent d'identifier un indice de référence (*Benchmark*) représentatif de l'établissement étudié. Ce dernier élément est commun au modèle de marché, qui lui est fondé sur une régression linéaire où la variable

l'actif boursier comme une variable aléatoire ce qui permet de décrire simultanément ces deux caractéristiques. L'apport de Markowitz a été suivi par Sharpe (1963) qui a établi une relation linéaire entre le rendement d'une action et celui du marché, autrement dit, non seulement il existe un lien rentabilité/risque, mais que ce lien est direct et proportionnel. La rentabilité d'un actif évolue dans le même sens que le risque.

explicative de la rentabilité d'un titre est la rentabilité du marché. Les coefficients de régression linéaire permettent par la suite d'évaluer la rentabilité « normale », selon la formule ci-dessus. Quant au troisième modèle, il correspond à la moyenne de rentabilités historiques observées sur une autre période que celle servant à la fenêtre d'analyse de l'étude d'événement. Ce dernier modèle correspondrait à l'hypothèse de faible efficience des marchés.

Il est à souligner par ailleurs que la détermination de la rentabilité « normale » donne des résultats différents en fonction du modèle choisi, de la période d'estimation retenue, etc., ce qui fait de cette étape l'une des plus sensibles de la méthodologie d'étude d'événement. Selon Riva (2008), le modèle de la moyenne et le modèle de marché sont les plus couramment utilisés dans la littérature financière, probablement en raison de leur simplicité en éliminant l'ensemble des inconvénients liés au calcul du bêta nécessaire au modèle CAPM. De plus, Husson (1990) constate que l'utilisation, plus répandue, de ces deux méthodes pour l'évaluation des rentabilités normales pourrait être la conséquence des simulations conduites par Brown et Warner (1980). Ces deux auteurs ont démontré que le modèle de moyenne et celui de marché n'étaient pas moins performants que le modèle CAPM, plus complexe à mettre en œuvre. Ils ont pour cela simulé de manière aléatoire à 250 reprises des événements sur un échantillon de 50 entreprises. Ils ont ensuite mesuré la fréquence avec laquelle l'hypothèse d'une absence de rendements anormaux était rejetée en fonction du niveau de rendement anormal introduit. Ce protocole est résumé dans le tableau ci-dessous, construit par Husson (1990) d'après Brown et Warner (1980). On constate bien que le pourcentage de rejet est relativement similaire entre les trois méthodes.

Tableau 10 : Fréquences de rejet d'une absence de rendements anormaux en fonction du % de rendement anormaux effectif (RA)

Méthode de calcul des rendements théoriques	Données mensuelles			Données journalières		
	RA= 0%	RA=1%	RA=5%	RA= 0%	RA=1%	RA=5%
1 - Moyenne historique	4	26,0	100	6,4	75,6	99,6
2 - Indice de marché	3,2	19,6	100	4,8	79,6	99,6
3 - Modèle de marché incluant le risque	4,4	22,8	100	4,4	80,4	99,6

Source : Husson (1990)

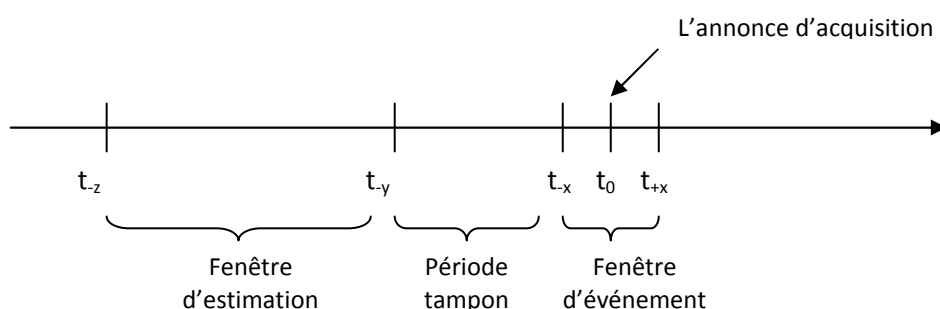
Dans le présent travail, nous allons retenir le modèle de marché pour calculer les rentabilités « normales ». Cette méthode présente plusieurs avantages :

- Absence de calculs sur des périodes antérieures ou postérieures à l'événement pour estimer la norme (Husson, 1990) ;

- Meilleure robustesse des fréquences de rejet d'une absence de rendements anormaux pour les données journalières (utilisées dans notre étude), particulièrement en cas d'absence de rendement anormal (4,8 contre 6,4 pour la première méthode) ou de rendement faible (1%) (Tableau 10) ;
- Plus grand réalisme quant aux conditions de marché (Husson, 1990).

La mise en œuvre de la méthode nécessite l'estimation des coefficients de régression a_i et b_i sur la fenêtre d'estimation ou de régression, comme le montre la figure suivante :

Figure 17 : Structure temporelle d'une étude d'événement



Source : Brown et Warner (1980)

En ce qui concerne la fenêtre d'estimation, il est important de s'assurer que le cours des établissements n'a pas été affecté par d'autres opérations susceptibles de biaiser les estimations.

La période d'estimation est généralement suivie d'une période tampon d'environ 10 à 30 séances boursières avant la fenêtre d'événement. L'objectif de celle-ci est de prévenir toute influence de l'événement sur l'estimation des paramètres (Aktas et al., 2004).

➤ Calcul et agrégation des rentabilités anormales

L'objectif d'une étude d'événement est de calculer les rentabilités anormales sur la fenêtre choisie autour de l'annonce de l'événement considéré. Pour procéder à ce calcul, il faut relever la rentabilité effective $R_{i,t}$ observée sur la période d'étude, en utilisant les données boursières de chaque établissement. Les rentabilités anormales sont alors mesurées par l'écart entre la rentabilité observée de l'action et la rentabilité théorique en l'absence de l'événement. Ainsi, la rentabilité anormale se calcule comme suit :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Avec :

$RA_{i,t}$: Rentabilité anormale du titre i au jour t .

$R_{i,t}$: Rentabilité réelle observée du titre i au jour t .

$E(R_{i,t})$: Rentabilité « normale » attendue en l'absence d'événement du titre i au jour t .

Une fois les rentabilités anormales calculées pour chacun des titres affectés par l'événement, il s'agit ensuite de regrouper et d'agréger ces titres au sein de plusieurs sous-échantillons⁵² en fonction des hypothèses que nous voulons tester. On calculera ensuite la rentabilité anormale moyenne, cumulée et moyenne cumulée, ce qui nous donne les trois types d'analyse des rendements anormaux suivants :

(1) Analyse en coupe transversale

Ce type d'analyse permet de juger de la significativité à une date donnée, t , de la fenêtre d'événement, des rentabilités anormales pour l'ensemble des banques acquéreuses de notre échantillon. Nous calculons ainsi, de manière transversale, la rentabilité anormale moyenne (RAM_t) de l'ensemble de l'échantillon N à la date t :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i,t}$$

(2) Analyse en série temporelle

Dans ce type d'analyse, un seul actif est considéré. Il s'agit de cumuler les rentabilités anormales pour un titre i sur la fenêtre d'étude T :

$$RAC_{iT} = \sum_{t=1}^T RA_{i,t}$$

Cette agrégation permet d'éliminer d'éventuelle biais d'estimation formés par exemple par le recours à un modèle pour le calcul de la rentabilité attendue sans événement $E(R_{i,t})$ (Quentin, 2001). En outre, selon Husson (1990), le calcul des rendements cumulés est indispensable pour saisir l'impact de l'événement dans sa globalité, notamment lorsque l'incertitude portant sur la date d'annonce est relativement grande par rapport à la dimension du pas. A titre d'exemple, lorsque le pas est

⁵² On distinguera par exemple les banques acquéreuses des banques cibles. Et à l'intérieur de ces deux groupes, on peut aussi différencier les opérations qui ont réussies de celles qui ont échouées, etc.

journalier, il est plus judicieux de mesurer l'effet d'annonce sur la période de trois jours encadrant la date officiellement retenue.

(3) Analyse en coupe transversale et en série temporelle

Les deux types d'analyse peuvent être enfin combinés pour calculer la moyenne cumulée des rentabilités anormales $RAMC_T$, qui va nous permettre de cerner l'impact global de l'événement au cours du temps (Husson, 1990).

$$RAMC_T = \sum_{t=1}^T RAM_t$$

Où :

$RAMC_T$ représente la rentabilité anormale moyenne cumulée sur une période équivalente à T .

RAM_t , la rentabilité anormale moyenne de l'ensemble de l'échantillon N à la date t .

La démarche à la base de ces différents calculs est récapitulée dans le tableau suivant :

Tableau 11 : agrégation transversale et en série temporelle des rentabilités anormales
(Échantillon = N ; fenêtre d'événement = $[1, T]$)

TITRES (i)	A	B	C	...	N	
TEMPS (période : t)						
1	$AR_{A,1}$	$AR_{B,1}$	$AR_{C,1}$	...	$AR_{N,1}$	$\Sigma AR_1 / N$
2	$AR_{A,2}$	$AR_{B,2}$	$AR_{C,2}$	...	$AR_{N,2}$	$\Sigma AR_2 / N$
3	$AR_{A,3}$	$AR_{B,3}$	$AR_{C,3}$	...	$AR_{N,3}$	$\Sigma AR_3 / N$
...
T	$AR_{A,T}$	$AR_{B,T}$	$AR_{C,T}$	...	$AR_{N,T}$	$\Sigma AR_T / N$
$\Sigma CAR_{i,T} \Leftarrow$	$CAR_{A,T}$	$CAR_{B,T}$	$CAR_{C,T}$	...	$CAR_{N,T}$	θ

Source : Quentin (2001)

La valeur de θ correspond à la rentabilité anormale moyenne cumulée (ou cumulée moyenne) de l'ensemble des titres (N) sur période étudiée (T).

Une fois cette étape achevée, il s'agit ensuite de déterminer si les résultats correspondants aux différentes agrégations sont statistiquement significatifs. C'est l'objet du point suivant.

➤ *Les tests statistiques*

Les tests statistiques effectués à ce niveau permettent alors de juger si l'effet d'annonce observé est significatif ou non et à quel seuil. Autrement dit, peut-on affirmer, à un seuil de risque donné, que l'événement possède un impact avéré sur les cours ?

De nombreux tests statistiques sont à la disposition des chercheurs, et le plus utilisé est **le test de Student**. Ce test paramétrique est effectué sous l'hypothèse de l'indépendance des rentabilités anormales individuelles et de la normalité et la constance de la variance de celles-ci (Brown et Warner, 1985). Il correspond au test de l'hypothèse nulle, qui est aussi équivalent à tester l'efficience semi-forte du marché :

« **L'annonce d'acquisition n'influence pas l'évolution normale de la performance de marché des banques initiatrices** ».

Cette hypothèse conduit donc à tester si les rendements anormaux sont nuls. Ce test peut s'effectuer en coupe transversale, en utilisant les rendements anormaux moyens pour chaque jour t de la fenêtre d'événement comme le montre la statistique de Brown et Warner (1985) :

$$\mathbf{T}_t = \mathbf{RAM}_t / \sigma(\mathbf{RAM}_t)$$

Avec $\mathbf{RAM}_t = 1/N \sum \mathbf{RA}_{it}$ (N , taille de l'échantillon i , varie de 1 à N)

Et $\sigma(\mathbf{RAM}_t)$ est l'écart type des rendements anormaux moyens observés durant la période d'estimation, sous l'hypothèse de constance de la volatilité des actifs, et obtenu comme suit:

$$\sigma(\mathbf{RAM}) = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (\mathbf{RAM}_t - \overline{\mathbf{RAM}})^2}{T-1}}$$

Avec T , nombre de jours de la période d'estimation.

Cette statistique \mathbf{T}_t suit une loi de *Student* à $N-1$ degré de liberté.

Les rendements anormaux moyens sont ensuite cumulés pour obtenir la mesure du rendement anormal moyen autour de la date d'événement $\mathbf{RAMC}_{[-T, T]}$:

$\mathbf{RAMC}_{[-T, T]} = \sum \mathbf{RAM}_t$ avec t variant dans la fenêtre événementielle entre $-T$ jours et $+T$ jours.

La statistique du test de significativité de la rentabilité anormale moyenne cumulée est la suivante :

$$T_c = \text{RAMC}_{[-T,T]} / \sigma(\text{RAM}_t) * (\text{nombre de jours cumulés})^{1/2}$$

T_c suit une loi normale centrée réduite.

Par ailleurs, et au regard de **la puissance des tests** précédents, le non-respect des conditions précitées d'application du test de *Student* peuvent rendre ce dernier non pertinent. Il s'agit en l'occurrence de l'absence de normalité de distribution, de l'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation des rendements anormaux.

Brown et Warner (1985) ainsi que Cowan et Sergeant (1996) trouvent que la distribution des rendements anormaux quotidiens individuels n'est pas gaussienne, mais leptokurtique et caractérisée par un degré d'asymétrie important. Toutefois, selon Brown et Warner (1985), la non normalité des rendements anormaux n'a pas d'incidence sur la méthode d'étude d'événement. En effet, même si les rendements anormaux quotidiens ne respectent pas l'hypothèse de normalité, le rendement anormal moyen sur l'ensemble de l'échantillon tend vers une loi normale avec une taille de l'échantillon suffisamment élevée (+ de 30 observations ; Théorème Centrale Limite).

Concernant le problème d'autocorrélation des rentabilités anormales individuelles, Binder (1998) stipule que lorsque la période d'événement est de taille réduite, comparée à la période d'estimation, l'autocorrélation des rendements anormaux est négligeable. D'après les simulations de Brown et Warner (1985), la présence d'autocorrélation ne semble pas fausser les résultats. Celle-ci est due, selon ces auteurs, au chevauchement des événements (*event clustering*). Ainsi, lorsque les fenêtres d'événement ne se chevauchent pas, la variance du rendement anormal moyen cumulé peut être calculée sans tenir compte des covariances entre les rendements des établissements de l'échantillon, puisqu'elles sont nulles. En revanche, lorsqu'elles ne sont pas nulles, les tests de significativité risquent de ne plus être valables. Toutefois, les simulations faites par Brown et Warner (1985) relèvent que les résultats ne sont pas significativement modifiés en présence d'*event clustering*, et donc d'une corrélation entre les rendements anormaux.

Enfin, pour l'hétéroscédasticité, le test précédent de *Student* suppose implicitement que la variance est constante sur les deux périodes considérées. Or cette hypothèse n'est généralement pas respectée (*event-induced change in variance*) comme le remarque Ball et Torous (1988) ainsi que Christie (1983). Leurs études mettent en évidence un accroissement temporaire ou persistant de la variance sur la période d'événement. De ce fait, pour résoudre l'hétéroscédasticité induite par l'événement, Boehmer, Musumeci et Poulsen (1991) propose un test plus robuste appelé « **test normalisé en coupe transversale** » (*standardized cross-sectional test*). Celui-ci présente la meilleure spécification

dans le cas où l'échantillon est constitué de titres peu échangés induisant un problème d'asynchronisme et par conséquent d'*event induced variance*. L'asynchronisme est dû, comme nous l'avons soulevé précédemment, à la fréquence des transactions portant sur chaque titre. Comme l'explique Vandelanoite (2001), les rendements du titre et de l'indice de marché sont mesurés sur des intervalles de temps différents, puisque l'indice varie très fréquemment (à chaque fois qu'une transaction est effectuée sur l'un des titres composant l'indice), alors que sur un titre individuel, plusieurs minutes peuvent s'écouler entre deux transactions. Cette différence dans la fréquence des transactions a une influence sur l'estimation des variances, ce qui rend les procédures des tests « classiques », utilisant les données de la période d'estimation, inappropriées. La statistique du test proposé par Boehmer et al. (1991) est obtenue en estimant le rendement anormal normalisé SR_{it} (*Standardized Return*) comme le rapport du rendement anormal AR_{it} et de son écart-type estimé (supposé non hétéroscédastique). Ce dernier est basé sur l'écart type estimé des rendements anormaux de la période d'estimation \hat{S}_i et sur le fait que les rendements anormaux sont des erreurs de prévision.

La formalisation du test se présente comme suit :

$$SR_{it} = AR_{it} / \hat{s}_i \sqrt{1 + \frac{1}{L} + \frac{(Rm_t - \overline{Rm})^2}{\sum_{t=T_0}^{T_1} (Rm_t - \overline{Rm})^2}}$$

Avec

SR_{it} : Rendement anormal normalisé du titre i à la période t de la fenêtre d'événement

AR_{it} : Rendement anormal du titre i à la période t de la fenêtre d'événement

\hat{S}_i : écart-type estimé des rendements anormaux (période d'estimation)

L : Nombre de jours de la période d'estimation comprise entre T_0 et T_1

\overline{Rm} : Taux de rentabilité moyen de l'indice de marché durant la période d'estimation.

La statistique Z du test correspond donc au rendement normalisé moyen sur chaque jour t de la fenêtre d'événement, divisé par son écart-type à la même date estimé, lui aussi, en coupe transversale :

$$Z = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SR_{it} / \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SR_{it} - \sum_{i=1}^N \frac{SR_{it}}{N} \right)^2}$$

Sur l'ensemble de la fenêtre événementielle, la statistique du rendement anormal normalisé cumulé est construite en divisant les résidus normalisés moyens par l'écart-type :

$$\sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \overline{SR}_t / \sqrt{\sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{s}^2(\overline{SR}_t)}$$

Par ailleurs, pour éviter les problèmes de non-normalité, d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation, des tests non paramétriques peuvent aussi être appliqués afin de donner plus de robustesse aux résultats, puisqu'ils n'exigent aucune propriété particulière sur la distribution des rendements. Le test le plus utilisé dans ce contexte est celui du **rang signé de WILCOXON**.

Ce test prend en compte à la fois le signe et l'amplitude de la variation anormale, sur un jour donné de la fenêtre d'événement. En effet, il se peut que les rentabilités anormales positives (négatives) soient supérieures en nombre aux rentabilités anormales négatives (positives), mais l'amplitude de la variation négative (positive) est plus importante que celle de la variation positive (négative).

Cornett et al. (2003) ont utilisé ce test afin d'évaluer l'impact de la proximité des cibles, sur le plan géographique et des activités, sur les rendements des banques acquéreuses. Ils ont relevé des rendements anormaux négatifs et significatifs associés à la diversification, confirmés à la fois par le test de Student et test de Wilcoxon. Ce dernier a été aussi utilisé par Campart et Pfister (2002) pour étudier l'impact des litiges sur les rendements boursiers. Ils trouvent des résultats satisfaisants et similaires au test de Student.

Le principe du test de rang signé de Wilcoxon est le suivant : tout d'abord les variations positives et négatives des rendements sont rangées, en valeur absolue, par ordre croissant. Ensuite, nous calculons la somme des rangs des variations positives comme suit :

$$T^+ = \sum_{i=1}^N R_i \times d_i$$

Où

T^+ : somme des rangs des variations positives dans l'ensemble de la série des rendements absolus

R_i : rang de la variation

d_i : égal à 1 si la variation est positive, sinon 0

Enfin, la statistique du test se calcule :

$$Z_{rang} = \frac{T^+ - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$$

Sous l'hypothèse nulle (RAM =0), la statistique de Wilcoxon suit une loi normale centrée réduite.

2.2. Analyse de la régression : les déterminants de la performance de l'acquéreur

Afin de répondre aux différentes questions de recherche relatives à l'influence des caractéristiques des conseils des établissements initiateurs ainsi que des autres déterminants contrôlés, sur la performance boursière à court terme de l'initiateur, nous analyserons les relations établies dans notre modèle empirique sous forme d'équations de régression linéaire.

En effet, l'objet de ladite régression est d'explorer les relations liant une variable quantitative Y (variable dépendante) à une série de variables X1, X2, ..., Xp (variables indépendantes) comme le montre le modèle suivant :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p + \varepsilon$$

Cette équation permet d'évaluer, par l'intermédiaire d'un modèle mathématique, la force de l'association entre Y et chacun des X_i.

L'analyse de la régression multiple nous permettrait donc de vérifier si les résultats empiriques corroborent les hypothèses de recherche formulées au regard des différents déterminants des rendements des banques acquéreuses.

Selon Falissard (1996), les équations de régression permettent de tenir compte de l'interaction des critères les uns sur les autres. Ainsi, il arrive fréquemment que des associations deviennent significatives après ajustement sur certaines variables, puis perdent cette significativité après l'introduction de variables supplémentaires sans que cela soit facilement interprétable.

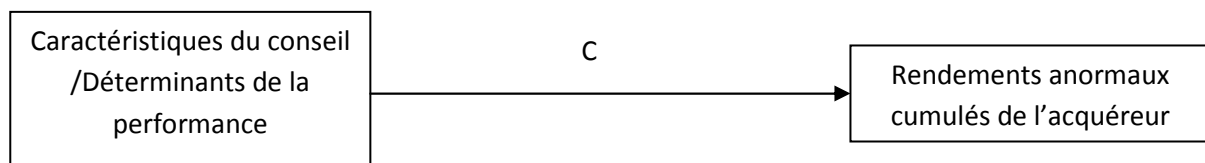
Le coefficient β_i associé à une variable explicative X_i représente, dans notre cas, une estimation d'un changement des RAC suite à un changement d'une unité d'un seul facteur lorsque tous les autres sont constants.

Dans le cadre de la régression multiple, nous mènerons deux types d'analyses : d'une part une analyse basée sur l'étude de l'effet direct des différentes variables exogènes sur la performance de l'acquéreur, et d'autre part, l'étude de l'effet indirect de ces mêmes facteurs sur la performance.

2.2.1. Effet direct des caractéristiques du conseil et des autres déterminants sur la performance de l'acquéreur

L'analyse de cet effet direct permet de répondre à la première question de recherche mettant en relation directement les rendements anormaux des établissements initiateurs avec chacune des caractéristiques et déterminants retenus dans le modèle, comme le montre la figure suivante. La relation traduite par C correspond donc à un effet direct (appelé aussi effet total) des variables indépendantes et de contrôle sur la performance.

Figure 18 : Effet direct des caractéristiques du conseil de l'acquéreur et des déterminants contrôlés sur les rendements boursiers de l'initiateur



Comme nous l'avons déjà noté, l'équation de régression correspondant à cet effet est :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

L'objectif de cette équation est de mesurer l'association entre chacun des paramètres et les rendements anormaux cumulés. Ceci revient donc à tester l'hypothèse nulle $\beta_i = 0$ permettant de juger la significativité de la relation entre les RAC et la variable explicative ou de contrôle X_i . L'hypothèse alternative est $\beta_i \neq 0$ et se décomposerait en $\beta_i > 0$, lorsque la liaison entre le paramètre X_i et la performance est positive, et $\beta_i < 0$, si ce déterminant X_i a une incidence négative sur les rendements de l'initiateur.

Par ailleurs, avant d'appliquer une régression linéaire aux données, quelques hypothèses et conditions fondamentales doivent être remplies. Celles-ci concernent aussi bien le terme d'erreur ε que les variables indépendantes.

Les erreurs doivent être d'espérance mathématique nulle $E(\varepsilon) = 0$, de variance identique $\text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma^2$ (homoscédasticité), et distribués selon une loi normale. Quant aux variables explicatives, elles doivent être non aléatoires, exogènes (c'est-à-dire indépendantes du terme d'erreur) et linéairement

indépendantes entre elles (non-multicolinéarité). Nous reviendrons en détail sur ces hypothèses lors de la présentation des résultats de la régression.

En ce qui concerne 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 utilisé pour déterminer s'il existe une relation significative entre la variable dépendante et l'ensemble des variables indépendantes. On parle alors de test de signification globale.

L'hypothèse nulle de ce test correspond à : $\mathbf{H}_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0$

L'hypothèse alternative est qu'au moins un des paramètres n'est pas égal à zéro.

De son côté, le test t de Student est utilisé pour déterminer si chacune des variables indépendantes est significative. Un test de Student est effectué pour chaque variable indépendante du modèle. On parle de test de signification individuelle.

Les hypothèses nulle et alternative de ce test correspondent à ce que nous avons déjà décrit plus haut, à savoir :

$$\mathbf{H}_0 : \beta_i = 0$$

$$\mathbf{H}_a : \beta_i \neq 0$$

Outre ces tests, 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 (RAC) expliquée par l'équation estimée de la régression multiple. En le multipliant par 100, nous pouvons l'interpréter comme le pourcentage de la variation des rendements anormaux expliquée par l'équation estimée de la régression. 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. Le calcul du R^2 ajusté se fait donc à partir du R^2 comme suit :

$$R^2 \text{ (ajusté)} = 1 - (1 - R^2) \frac{n-1}{n-p-1}$$

Avec n le nombre d'observations et p le nombre de variables.

L'ensemble de ces tests et coefficients sera calculé par le logiciel **Stata** afin de pouvoir juger la significativité globale du modèle et l'incidence de chacune des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur sa performance. L'objectif de cette analyse est donc de vérifier si la forme et la composition du conseil ainsi que l'actionnariat de ses membres influencent la réaction des marchés, notamment lors de l'annonce d'une stratégie de grande envergure dans l'un des secteurs les plus réglementés et les plus vitaux pour l'économie.

Outre ces caractéristiques relatives aux conseils des établissements initiateurs, nous contrôlons certains déterminants jugés significatifs dans la littérature quant à leur incidence sur la performance à court terme des firmes engagées dans les opérations de F&A. Ces déterminants se rattachent à la transaction (méthode de paiement et proximité géographique) et aux parties concernées (taille relative, statut des cibles et performance avant acquisition).

2.2.2. Effet indirect des caractéristiques du conseil et des autres déterminants sur la performance de l'acquéreur : analyse de la prime offerte en tant que facteur médiateur

Cette analyse indirecte vise à mesurer l'association entre les rendements anormaux de l'initiateur et les différentes caractéristiques de son conseil, entre autres facteurs explicatifs, en supposant que ces derniers agissent sur le niveau des primes de contrôle qui auraient à leur tour une incidence sur la performance d'une opération.

En effet, MacKinnon et al. (2002) ont énuméré et comparé quatorze méthodes d'analyse des effets médiateurs. Ces auteurs distinguent trois grandes démarches d'analyse: (1) les méthodes «causales» basées sur une série de tests des liens d'influence entre les différentes variables; (2) les méthodes de «différences des coefficients» qui consistent à comparer les coefficients de régression avant et après l'introduction de la variable médiatrice; et (3) les méthodes de «produit des coefficients» qui permettent de décomposer et tester les effets direct et indirect. En dépit du développement de nouvelles démarches d'analyse, les méthodes «causales» restent parmi les plus utilisées pour le test des effets médiateurs. Elles reposent sur le modèle proposé par Baron et Kenny (1986) et renouvelé par Kenny et al. (1998). Nous verrons à présent en quoi consiste leur démarche.

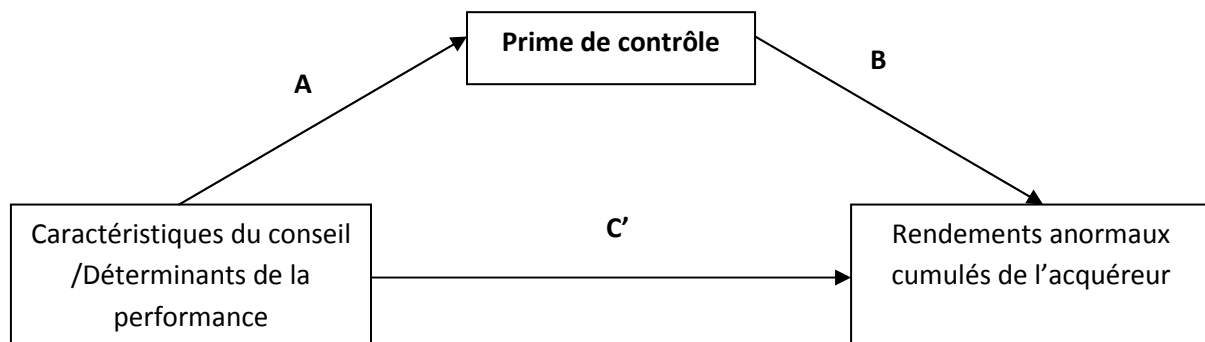
➤ *La méthode de Baron et Kenny (1986)*

Baron et Kenny développent leur démarche dans une recherche portant sur la distinction entre variables médiatrices et modératrices en psychosociologie. Selon ces auteurs, une variable médiatrice explique comment des événements externes à l'individu prennent une signification psychologique chez lui. Alors que les variables modératrices spécifient quand certains effets arrivent, les médiateurs traitent comment et pourquoi ces effets arrivent.

La différence entre la médiation et la modulation se situe dans le fait que cette dernière correspond à un effet d'interaction, c'est-à-dire à l'appréciation du sens et/ou la force de l'effet de X sur Y. Ainsi, l'influence de la variable modératrice porte sur la relation liant X à Y et non sur ces deux paramètres, contrairement à la variable médiatrice qui agit sur ceux-ci. La médiatrice constitue donc une variable indépendante pour Y et dépendante pour X.

Dans le présent travail, la prime de contrôle est considérée comme variable médiatrice, car elle agit directement sur la variable dépendante (RAC) et non pas sur l'intensité du lien conseil/RAC. La figure ci-dessous montre cet effet médiateur :

Figure 19 : Effet médiateur de la prime sur la relation entre la performance de l'acquéreur et les caractéristiques de son conseil ainsi que des autres déterminants de la performance



Comme nous l'avons déjà évoqué, Baron et Kenny (1986) présentent une série de quatre tests successifs et nécessaires pour tester l'effet médiateur d'une variable (M) dans le processus d'impact de la variable indépendante (X) sur la variable dépendante (Y):

Étape 1 : Montrer que le lien entre la variable indépendante X sur la variable dépendante Y est significatif afin de s'assurer de l'existence d'un impact à médier. Le lien C (figure 18) doit être donc significatif.

Étape 2 : Montrer que la variable indépendante X a un impact significatif sur la variable médiatrice M considérée alors comme une variable à expliquer dans une analyse de régression de M sur X. La relation A doit donc être significative.

Étape 3 : Montrer que le lien entre la variable médiatrice M et la variable dépendante Y est significatif. Il s'agit de faire une régression de Y sur à la fois M et X. En contrôlant X, l'association B entre M et Y doit rester significative.

Étape 4 : Si toutes ces conditions sont réunies, l'effet de la variable indépendante X sur la variable dépendante Y doit être moins fort dans la relation notée C' (figure 19) que dans la relation C (figure 18). Cet effet se mesure avec la significativité du coefficient associé à la variable indépendante.

Il convient par ailleurs de distinguer :

- **Médiation complète** : si l'influence de X sur Y disparaît totalement en présence de la variable supposée médiatrice ;
- **Médiation partielle** : lorsque l'influence de X sur Y est simplement réduite, on dit que l'influence du médiateur potentiel est contrôlée.

Pour Baron et Kenny, les quatre étapes doivent être successivement assurées afin de montrer l'existence d'un rôle médiateur d'une variable. Elles doivent toutefois être complétées par une estimation du pourcentage de l'effet de médiation et par des tests d'inférence et de signification statistique de cet effet. Selon Ambler (1998), le pourcentage de l'effet médiateur par rapport à l'effet total est obtenu par le ratio ci-dessous, et est égal à 100 % si la médiation est totale ($C' = 0$) :

$$100 * AB / (AB + C') \quad \text{soit aussi} \quad 100 * AB / C$$

Le produit ($A*B$) signifie, selon Baron et Kenny, l'effet indirect est égal au produit :

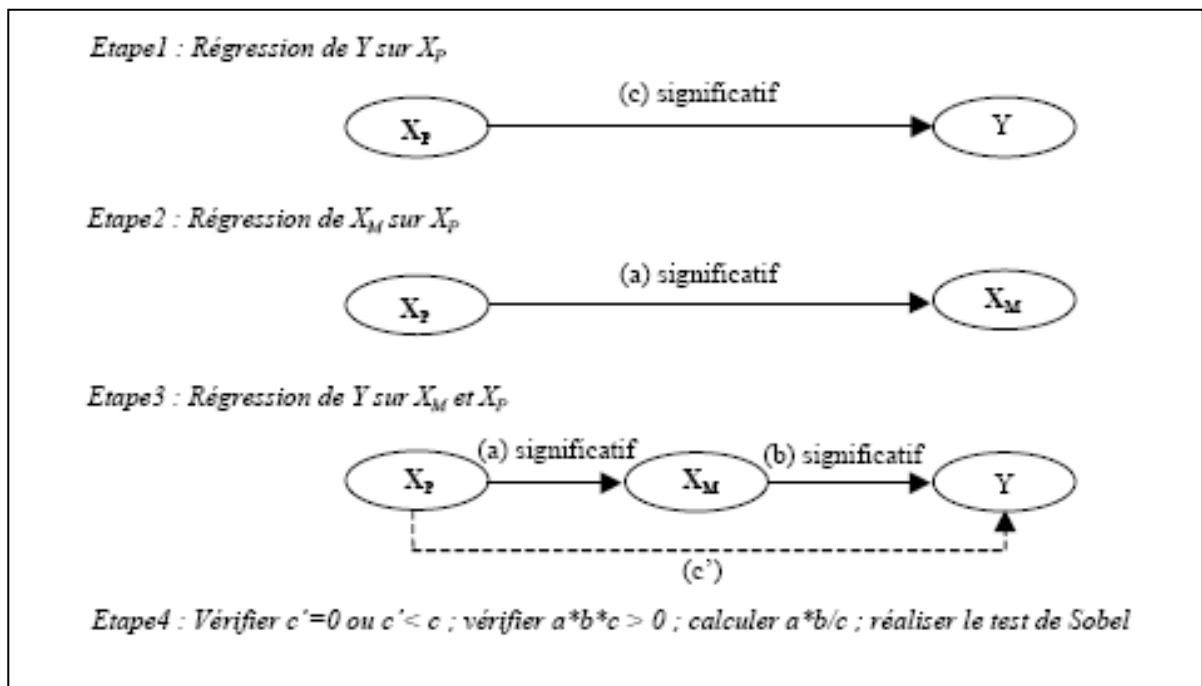
$$AB = C - C' \quad \text{si} \quad A \neq 0 \quad \text{et} \quad B \neq 0$$

Par ailleurs, et afin de s'assurer de la significativité de l'effet médiateur, Kenny et al. (1998) recommandent l'utilisation du test de Sobel (1996) afin de calculer l'erreur standardisée (S_{AB}) de l'effet indirect (AB). L'erreur S_{AB} est obtenue à partir des erreurs standardisées des coefficients associés aux relations A et B, notées S_A et S_B . Il s'interprète selon la distribution d'une loi normale. Le test va donc permettre de s'assurer de la significativité du rôle médiateur après le calcul suivant :

$$S_{AB} = AB / (S_A^2 S_B^2 + B^2 S_A^2 + A^2 S_B^2)^{1/2}$$

La figure ci-dessous résume l'ensemble des étapes préconisées par la méthodologie de Baron et Kenny (1986) pour l'analyse de l'effet médiateur.

Figure 20: Modèle de Baron et Kenny (1986) pour l'analyse des variables médiatrices



Avec :

X_p : variable indépendante ; X_M : variable médiatrice ; Y : variable dépendante

⇒ Application de la démarche de Baron et Kenny

A partir des causalités indiquées sur la figure 20, nous reviendrons sur les équations de régression multiple correspondant à chacune des étapes du modèle de Baron et Kenny.

La première étape correspond au test, précédemment effectué, de l'effet total et direct de chacune des variables sur les rendements anormaux de l'acquéreur. Ainsi, le test de *Student*, vérifiant la nullité de chaque coefficient de régression β_i , est réalisé afin de cerner si la réaction à court terme du marché à l'annonce d'une acquisition tient compte de certains aspects liés à la gouvernance des établissements ou encore à d'autres caractéristiques propres à la transaction ou aux parties impliquées. Cet effet direct se traduit donc comme suit :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ dualite} + \beta_2 \text{ taille_c} + \beta_3 \text{ ext_c} + \beta_4 \text{ action_c} + \beta_5 \text{ meth_p} + \beta_6 \text{ proxi_g} + \beta_7 \text{ t_rel} + \beta_8 \text{ stat_c} + \beta_9 \text{ perf_a} + \epsilon$$

La deuxième étape de la méthode de Baron et Kenny est de régresser la prime de contrôle payée, en tant que variable supposée médiatrice, sur les caractéristiques des conseils des initiateurs. Les mêmes variables de contrôle sont retenues. L'équation de régression se présente comme suit :

$$(2) \text{ PRIME} = \beta_0 + \beta_1 \text{ dualite} + \beta_2 \text{ taille_c} + \beta_3 \text{ ext_c} + \beta_4 \text{ action_c} + \beta_5 \text{ meth_p} + \beta_6 \text{ proxi_g} + \beta_7 \text{ t_rel} + \beta_8 \text{ stat_c} + \beta_9 \text{ perf_a} + \epsilon$$

La troisième équation de régression, correspondant à l'étape 3 de la démarche, vise à réaliser une régression des rendements anormaux de l'acquéreur à la fois sur la prime d'acquisition et sur la structure du conseil :

$$(3) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ dualite} + \beta_2 \text{ taille_c} + \beta_3 \text{ ext_c} + \beta_4 \text{ action_c} + \beta_5 \text{ meth_p} + \beta_6 \text{ proxi_g} + \beta_7 \text{ t_rel} + \beta_8 \text{ stat_c} + \beta_9 \text{ perf_a} + \beta_{10} \text{ PRIME} + \epsilon$$

Cette équation permet de juger la significativité de la relation Prime/RAC en contrôlant les variables indépendantes et les paramètres d'ajustement.

Enfin, et à l'issue de ces trois régressions multiples, un test de significativité de la médiation devrait être mené. Celui-ci vise à comparer les β_i de l'équation (1) avec ceux de l'équation (3). Ainsi, nous parlerons de médiation lorsque ces coefficients de régression sont plus significativement différents de zéro dans la première équation, indiquant une disparition (médiation complète) ou une réduction (médiation partielle) de l'influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux sous l'effet du médiateur. De ce fait, la médiation de la prime est acceptée lorsqu'une fois cette dernière contrôlée, l'influence significative des variables indépendantes s'atténue.

Section 2 : Echantillon, données de recherche et définition des variables

Dans cette section, nous présenterons notre échantillon de banques acquéreuses ainsi que le mode de collecte des données pour chacune des variables de nos modèles empiriques. A cet effet, différentes sources d'information ont été utilisées telles que les bases de données ou les rapports d'activités des établissements.

1. Les banques acquéreuses

L'objectif de cette étape est de décrire notre base de données construite à partir des informations fournies par les différentes bases financières et les rapports d'activité, notamment, pour les informations se rapportant aux caractéristiques des conseils des banques que nous avons retenues dans notre échantillon final.

1.1. Construction de l'échantillon

Notre échantillon est constitué de 124 opérations de F&A de banques européennes. En effet, nous avons utilisé la base de données *Zephyr* du *Bureau van Dijk*. Cette base regroupe les données relatives aux opérations de rapprochement d'entreprises dans le monde. Plusieurs critères seront retenus pour choisir les opérations de F&A de notre échantillon. Ces critères concernent à la fois les banques acquéreuses et les banques cibles. Nous avons donc effectué une recherche experte multicritères sur *Zephyr* dont l'interface, après capture d'écran, est présentée ci-après :

Figure 21 : Les critères de recherche retenus pour la construction de l'échantillon

SEARCH SUMMARY	
<i>Selected criteria</i>	<i>Specified values or options</i>
1. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Country	1. Acquiror and Target : Euro 15, Europe
2. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Current deal status	2. Completed
3. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Time period	3. From 01/01/2001 to 31/12/2006
4. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Deal type	4. Acquisition
5. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Quoted companies	5. Quoted acquiror, Quoted target, Unquoted target
6. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Indices	6. 'Acquiror' DOW JONES STOXX 600 - BANKS
7. <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> Standard Industrial Classification	7. Acquiror and target : 602
Total number of deals selected	
158	
<input checked="" type="checkbox"/> All ANDs <input type="checkbox"/> All ORs <input type="checkbox"/> Other Boolean search <input type="checkbox"/> Delete the search step <input type="checkbox"/> Modify the search step <input checked="" type="checkbox"/> Activate or deactivate the search step 	

En appliquant ces différents critères, nous avons obtenu 158 opérations de F&A. Toutefois, ce nombre passera à 124 opérations dans l'échantillon définitif. Cette réduction de la taille de l'échantillon est due aux conditions imposées par la méthodologie des études d'événement. Celle-ci requiert en effet l'absence d'autres événements susceptibles d'influencer l'estimation des paramètres du modèle de marché sur la fenêtre d'estimation. Cette dernière est de 90j jours dans notre cas, plus le mois de l'événement et de la zone tampon. Ainsi lorsqu'une banque réalise plus d'une seule acquisition en 4 mois, nous ne la retenons pas.

Par rapport au premier critère indiqué au tableau ci-dessous, nous avons restreint notre échantillon géographiquement aux banques de l'union européenne. Notons par ailleurs que le choix de l'indice sectoriel européen DOW JONES STOXX 600-BANKS permet encore de limiter les banques acquéreuses de l'UE à celles de l'Europe des 15, dans la mesure où toutes les banques de cet indice appartiennent à l'UE15. Il comporte les 53 plus grandes capitalisations boursières en Europe dans le secteur financier (Annexe 7). En effet, l'intérêt de se restreindre aux banques acquéreuses des pays de l'Europe des 15 tient du fait que ces établissements sont plus comparables quant à leurs caractéristiques de gouvernance (Beaufort, 2006). De plus, en 1999, le comité de Bâle a instauré une série de principes en matière de gouvernance des établissements européens⁵³, notamment les plus larges. Ainsi, deux années nous semblent suffisantes pour que les premières adaptations préconisées

⁵³ Basel Committee on Banking Supervision (1999), « *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations* ». Ces dispositions portent notamment sur l'indépendance des conseils des établissements financiers.

en matière de gouvernance soient mises en place, d'où le choix de la période qui commence de 2001. Par ailleurs, pour les banques cibles, la seule condition est qu'elles devraient appartenir à l'un des pays de l'union européenne (Europe des 27) plus la Norvège.

Pour le deuxième et le troisième critère, nous n'avons retenu que les opérations annoncées et complétées entre le 1er janvier 2001 et le 31 décembre 2006, soit une période de six années. Nous nous sommes arrêtés à la fin de 2006 pour éviter tout effet dû à la crise sur l'activité de F&A, notamment à partir du dernier trimestre 2007. Comme nous l'avons signalé en introduction, avec la crise financière, beaucoup d'opérations de F&A touchant le secteur financier s'inscrivent dans le cadre de sauvetages gouvernementaux. Ainsi, la dimension politique de ces opérations est mise en avant.

Par ailleurs, entre tous les types d'opérations de restructuration inclus dans la base de données, nous n'avons retenu que les acquisitions au quatrième critère. Quant au cinquième et sixième critère, il concerne le statut des banques impliquées dans ces opérations. Ainsi, nous avons retenu les banques acquéreuses cotées dans les places financières des pays de l'Europe des 15 et faisant partie du Benchmark sectoriel européen DJ Stoxx 600-Banks. Quant aux banques acquises, nous avons gardé à la fois des cibles cotées et des cibles non cotées afin de cerner l'existence d'un éventuel « *listing effect* » sur la performance de l'acquéreur. Enfin, pour le septième et dernier critère, il porte sur le choix du secteur d'activité. Notre échantillon porte exclusivement sur le secteur bancaire que nous avons spécifié sur *Zephyr* à l'aide d'un code SIC à trois chiffres (602)⁵⁴.

Au final, nous avons obtenu 124 opérations de F&A répondant à l'ensemble de ces critères. L'annexe 8 récapitule l'ensemble de ces transactions. Celles-ci s'organisent par pays et par année comme suit : (tableaux 12 et 13)

Tableau 12 : Nombre de banques acquéreuses et cibles par pays

Pays	Nombre d'établissements acquéreurs	%	Nombre d'établissements cibles	%
Allemagne	12	9,68%	10	8,06%
Autriche	5	4,03%		
Belgique	6	4,84%	6	4,84%
Bulgarie			5	4,03%
Chypre			1	0,81%
Danemark	2	1,61%	5	4,03%
Espagne	12	9,68%	9	7,26%
Estonie			2	1,61%
Finlande				
France	19	15,32%	6	4,84%

⁵⁴ National Commercial Banks (6021), State Commercial Banks (6022) et Commercial Banks, NEC (6029)

Grèce	16	12,90%	8	6,45%
Hongrie			2	1,61%
Irlande	2	1,61%	3	2,42%
Italie	28	22,58%	27	21,77%
Luxembourg			1	0,81%
Norvège			1	0,81%
Pays-Bas			1	0,81%
Pologne			5	4,03%
Portugal	5	4,03%	4	3,23%
République tchèque			5	4,03%
Roumanie			8	6,45%
Royaume-Uni	10	8,06%	7	5,65%
Slovaquie			4	3,23%
Slovénie			3	2,42%
Suède	7	5,65%	1	0,81%
TOTAL	124	100,00%	124	100,00%

**Tableau 13 : Nombre d'opérations de F&A de notre échantillon par année
(entre janvier 2001 et décembre 2006)**

Année	Nombre d'opérations	%
2001	18	14,52%
2002	23	18,55%
2003	25	20,16%
2004	20	16,13%
2005	21	16,93%
2006	17	13,71%
TOTAL	124	100,00%

Les banques italiennes sont les plus concernées dans notre échantillon par les F&A sur la période étudiée, que cela soit du côté des acquéreurs (22,58% de l'échantillon des acquéreurs) ou du côté des cibles (21,77% de l'échantillon des cibles). La France vient en seconde position avec 15,32% des établissements initiateurs de l'échantillon. L'année 2003 est celle qui est concernée par le plus grand nombre de deals dans l'échantillon. Comme nous l'avons souligné en introduction, le marché des F&A bancaires en Europe a connu une évolution en valeur et en nombre pendant les années 2000 jusqu'à fin 2007. Ainsi, le nombre d'institutions de crédit a diminué de près de 10.9% entre 2001 et 2005 en Europe des 25 et de plus de 12.5% dans la zone Euro sur la même période.

Le tableau ci-après dresse un descriptif des opérations de F&A de notre échantillon par année et selon qu'il s'agit de transactions domestiques ou transfrontalières. De plus il indique le statut des banques cibles.

Tableau 14 : Répartition des opérations de F&A par année, type et statut des cibles

Année	Total par année	F&A domestiques		F&A transfrontalières	
		Cibles cotées	Cibles non cotées	Cibles cotées	Cibles non cotées
2001	18	1	6	4	7
2002	23	2	14	2	5
2003	25	2	6	4	13
2004	20	1	8	3	8
2005	21	4	4	6	7
2006	17	1	5	5	6
Σ	124	11	43	24	46

Il ressort du tableau que dans notre échantillon, les opérations transfrontalières sont plus nombreuses que les opérations domestiques. De plus, ces transactions portent davantage sur les cibles privées.

1.2. Collecte des données

Quatre types de données ont été collectés pour cette thèse : les données relatives aux caractéristiques de chaque transaction (valeur du deal, méthode de paiement retenue et type de transaction), les données relatives aux banques initiatrices (cours boursiers, performance avant acquisition, taille, ...), les données de gouvernance des banques acquéreuse (la taille du CA, la proportion des administrateurs externes...) 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 : Source d'information des différentes données de notre recherche

Source d'information	Type de données	Description des données
Zephyr	Données relatives aux caractéristiques des F&A	<ul style="list-style-type: none"> • Type de transaction • Méthode de paiement • Valeur du deal
Zephyr Datastream	Données relatives à l'acquéreur	<ul style="list-style-type: none"> • Pays • Taille (total bilan) • Code SIC (secteur) • Cours boursier (de l'acquéreur et de l'indice de référence <i>DjStoxx 600-BK</i>) • Performance avant F&A
Zephyr	Données relative à la cible	<ul style="list-style-type: none"> • Pays • Taille (total bilan) • Code SIC (secteur) • Statut (cotée ou non) • Cours de l'action (en valeur comptable)
Rapports d'activité annuels	Données de gouvernance de l'acquéreur	<ul style="list-style-type: none"> • Forme du conseil (CA ou C. de surveillance) • Dualité de direction • Proportion des externes • L'actionnariat des administrateurs

La base de données *Zephyr* offre 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 du deal, la date de l'annonce, etc. De plus, les informations portant sur le chiffre d'affaires et le revenu avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions (EBITDA⁵⁵) sont aussi disponibles sur *Zephyr*. Ces deux indicateurs nous permettront d'apprécier la performance avant opération de l'acquéreur. Nous utiliserons à cet effet le ratio **EBITDA/Chiffre d'affaires**. Cet indicateur de profitabilité désigne le taux de marge brute d'exploitation, qui est une mesure directe de la performance industrielle et commerciale et qui constitue un ratio de référence pour les analyses sectorielles. En outre, nous avons aussi relevé sur *Zephyr* la valeur comptable du capital de la cible (ou valeur de marché lorsque la cible est cotée). Cette donnée nous servira à l'estimation comptable de la prime de contrôle.

⁵⁵ L'EBITDA signifie Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Il peut être comparé à l'EBE français.

Quant aux informations boursières des différentes banques initiatrices ainsi que de l'indice Dj Stoxx 600-Banks, nous avons utilisé la base *Datastream*. Les différents cours de bourses relevés seront utilisés lors de la méthodologie de l'étude d'évènement pour le calcul des rendements anormaux.

Enfin, pour collecter les données relatives aux caractéristiques des conseils d'administration ou de surveillance des établissements acquéreurs, nous avons consulté les rapports d'activité de ces derniers disponibles sur leurs sites web. L'annexe 9 présente un exemple du type d'information que nous avons exploité pour collecter les données du conseil de l'acquéreur. Pour chaque transaction, nous utilisons le rapport d'activité qui correspond à l'exercice précédent l'année du deal. Si celui-ci manque dans les archives électroniques de la banque, nous la contactons par courriel « *investor relations* », qui nous le fait parvenir par voie électronique ou postale.

2. Les variables et leurs mesures

Nous allons présenter les différentes mesures de chacune des variables explicatives, médiatrice et de contrôle de notre étude ainsi que de la variable dépendante qui sera évaluée de manière boursière par la méthode d'évènement.

2.1. Variable dépendante : les rendements anormaux cumulés (RAC)

L'objectif du présent travail est d'évaluer les différents déterminants de la performance de l'acquéreur à l'annonce d'une F&A. Comme nous l'avons déjà évoqué en première partie, deux méthodes sont retenues pour évaluer cette performance : La première représentée par les tenants de l'économie industrielle, privilégie la mesure directe à partir de données comptables et financières des établissements, et la seconde, représentée par les chercheurs en finance d'entreprise ou en économie financière, privilégie la mesure de la performance au travers de l'impact de l'opération sur l'évolution du cours boursier de l'acquéreur. Nous retiendrons cette deuxième mesure, selon une approche court-termiste, consistant à déterminer les rendements anormaux de l'initiateur, autour de la date d'annonce de l'opération, grâce à la méthodologie de l'étude d'évènement que nous avons précédemment décrit.

Le tableau ci-après résume les différentes caractéristiques de notre démarche d'étude d'évènement :

Tableau 16 : Caractéristiques de notre démarche d'étude d'événement

Date d'événement	Fenêtre(s) d'événement	Fenêtre d'estimation Et rentabilités théoriques	Test de significativité des RA
Date d'annonce de l'acquisition	[-1, 1] ; [-2, 2] [-3, 3] ; [-5, 5]	<ul style="list-style-type: none"> • 90 jours (de -120 jours à -30 jours précédant l'offre). • Estimation de la rentabilité « normale » à l'aide du modèle de marché. • Indice de marché : Dj Stoxx 600 Banks. 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>paramétrique</u> : Test de <i>Student</i> « classique » et normalisé en coupe transversale. • <u>Non paramétrique</u> Test de rang signé de Wilcoxon.

A l'instar des études précédentes, nous avons retenu comme date d'événement, la date d'annonce de l'acquisition, c'est-à-dire, la date à laquelle la cible reçoit la première offre officielle. Quant à la période événementielle, nous utiliserons des fenêtres respectivement de 3 jours, 5 jours, 7 jours et 10 jours autour de la date d'annonce de l'opération. Cela nous permettrait de palier éventuellement aux problèmes de réactions tardives ou hâtives du marché.

Par ailleurs, pour calculer la rentabilité anormale, nous avons estimé, dans un premier temps, la rentabilité théorique à l'aide du modèle de marché. Ce dernier nécessite d'identifier la rentabilité du marché (indice de référence ou Benchmark), représentative de l'établissement étudié. Nous avons à cet effet utilisé les rendements de l'indice DJ Stoxx 600 Banks dont le cours a été relevé sur *Datastream*. Cet indice est très utilisé dans le cadre des études d'événement menées dans le contexte des F&A européennes (Redor, 2007 ; Hankir, Rauch et Umber, 2008). Selon Rival (2009), de tels indices sectoriels devraient être suffisamment liés aux établissements étudiés pour représenter leur comportement « normal » (béta le plus proche possible de 1). L'évolution mensuelle de cet indice entre 1988 et 2009 est décrite par la figure suivante :

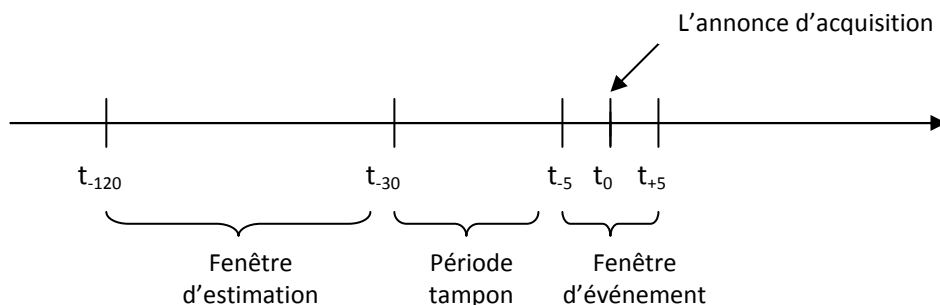
Figure 22 : Evolution de l'indice européen sectoriel (DJ STOXX 600 BANKS)



Source : Stockcube Research (2009)

Les plus hauts niveaux de cet indice ont été enregistrés en 2007. A partir de l'année suivante, la tendance est baissière et se maintient en 2009. L'utilisation de cet indice va donc nous permettre d'estimer la rentabilité théorique de chaque établissement constituant ce Benchmark, et ce, en utilisant la méthode des moindres carrés sur une période de 90 jours (de -120 jours à -30 jours avant l'opération). L'importation et le traitement des données boursières de l'établissement et de l'indice sont réalisés via Excel.

Figure 23 : Structure temporelle de notre étude d'événement



Le calcul du rendement d'un titre (i) à l'instant (t) est donné par :

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Avec :

P_{it} : le cours du titre i à l'instant t

P_{it-1} : le cours du titre i à l'instant t-1

Le taux de rendement du marché à la période t, représenté par l'indice de référence est calculé de la même manière :

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$$

Où :

I_t : la valeur de l'indice de marché à l'instant t

I_{t-1} : la valeur de l'indice de marché à l'instant t-1.

Nous avons retenu aussi une période tampon supérieure à 20 jours afin de prévenir toute influence de l'événement sur l'estimation des paramètres des rendements théoriques.

Par ailleurs, en nous inspirant de Riva (2007), nous avons réalisé une application simple sous Excel qui permet d'automatiser le calcul des rentabilités théoriques et anormales à partir des données boursières importées depuis *Datastream* sur une feuille de calcul (extrait de celle-ci en annexe 10). Ensuite, pour chaque acquéreur, nous avons agrégé les rentabilités anormales autour de la date d'annonce sur les fenêtres retenues afin d'obtenir les rentabilités anormales cumulées RAC. Nous avons enfin procédé au test de significativité des rendements anormaux moyens et moyens cumulés en utilisant le test paramétrique de Student (classique et standardisé) et le test non paramétrique de rang signé de Wilcoxon, permettant de lever les hypothèses du premier test.

2.2. Variables indépendantes

Cinq variables indépendantes ont été retenues pour analyser l'influence de la structure du conseil de l'acquéreur sur sa performance. Ces variables ont été justifiées dans la littérature comme étant les plus influentes sur la qualité de la gouvernance d'un établissement. Il s'agit de la forme du conseil, la dualité de direction, la taille du conseil, la proportion des administrateurs externes et l'actionnariat des membres du conseil. Toutes ses variables ont été cernées selon la perspective de l'agence, dans la

mesure où elles conditionnent le degré d'implication et l'efficacité du conseil pour aligner le management sur l'objectif de maximisation de la richesse actionnariale.

⇒ *La forme du conseil (c_surv)*

Afin de cerner l'influence de la forme du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux, nous allons voir si la forme duale à directoire et conseil de surveillance est associée à des rendements positifs à l'annonce d'une acquisition. Nous allons donc adopter une mesure de cet impact chez l'initiateur à travers une variable binaire (c_surv) qui prend la valeur 1 pour le cas d'un conseil de surveillance et 0 le cas échéant.

⇒ *La dualité de direction (dualité)*

De la même manière que la variable précédente, cette variable est considérée comme « muette » et prend la valeur de 1 en cas de cumul des fonctions de président et de directeur général (dualité) et 0 le cas échéant, c'est-à-dire, dans le cas de séparation de ces deux fonctions au sein du CA ou l'adoption de la structure à directoire et conseil de surveillance.

⇒ *La taille du conseil (taille_c)*

Cette variable est de type numérique et correspond au nombre d'administrateurs siégeant au conseil de l'acquéreur. Comme nous l'avons déjà évoqué, les entreprises bancaires présentent en moyenne des conseils plus larges que les autres entreprises. Cette donnée est toutefois très variable selon les pays, et selon qu'il s'agisse d'un conseil d'administration ou de surveillance, comme nous le verrons ultérieurement.

⇒ *La proportion des administrateurs externes (ext_c)*

Cette proportion est calculée en divisant le nombre d'administrateurs externes (affiliés ou indépendants) sur le nombre total d'administrateurs décrit par la variable précédente.

Initialement, nous voulions nous limiter à la proportion des administrateurs externes indépendants, qui est un meilleur reflet de l'indépendance du conseil, mais la plupart des rapports d'activité consultés ne spécifie pas le nombre d'indépendants présents parmi les membres externes. Seule la distinction internes/externes est opérée par de nombreux établissements dans leurs rapports annuels.

Toutefois, cela n'empêche pas les auteurs à retenir cette simple distinction qui traduit la volonté d'un établissement d'améliorer l'objectivité et l'efficacité du conseil en cooptant en son sein des agents d'influence externes.

Par ailleurs, dans le cas d'un conseil de surveillance, tous les membres non-exécutifs qu'il comporte, sont assimilés à des membres externes (Van Greuning et Brajovic-Bratanovic, 2003 ; Staikouras et al., 2007⁵⁶). Pour Staikouras et al.⁵⁷, les membres internes du CA sont, au même titre que les membres du directoire, responsables de la gestion quotidienne des affaires de leurs entreprises. Quant aux membres externes du CA, ils assurent à l'instar des membres du conseil de surveillance la supervision des actions managériales. Ainsi, la variable (ext_c) désignera le pourcentage des administrateurs externes au CA et non-exécutifs au conseil de surveillance.

➤ *L'actionnariat des administrateurs (action_c)*

Il s'agit du pourcentage du capital détenu par tous les membres du conseil. Cette information est, soit donnée globalement dans les rapports d'activité, soit calculée en divisant le nombre d'actions détenues par les administrateurs sur le nombre d'actions total de l'établissement. Nous ne retenons pas les options et les autres intérêts financiers des administrateurs, mais uniquement la part du capital qu'ils détiennent à eux seuls sans tenir compte des actions de leurs conjoints ou de leurs familles.

2.3. Variable médiatrice : la prime de contrôle (prime)

La prime d'acquisition correspond à la différence entre le prix offert par action et le cours de la cible divisé par celui-ci.

$$\text{Prime de contrôle} = \frac{(\text{Prix payé par action} - \text{Cours de la cible à la date } t)}{\text{Cours de la cible à la date } t} \times 100\%$$

La base *Zephyr* fournit la valeur du deal, le pourcentage acquis du capital de la cible et la valeur comptable et de marché du capital de celle-ci. Ainsi, selon Hagendorff et al. (2010) et à partir de la formule précédente, le prime de contrôle peut s'exprimer en valeur comptable comme suit :

⁵⁶ The analogy drawn between the role of executive/non-executive directors of a unitary Board on one hand, and managing/supervisory directors of a dual Board on the other hand has also been explicitly endorsed by the OECD (2004).

⁵⁷ "under both Board systems, the role of non-executive or supervisory directors is the same, that is, to fill the gap between the uninformed shareholders as principals and the fully informed executive managers (or managing directors) as agents by monitoring the agents more closely". Staikouras et al. (2007).

$$\text{Prime de contrôle} = \left(\frac{\text{Valeur du deal}}{\text{Pourcentage acquis} \times \text{Capital de la cible}} \right) - 1 \times 100\%$$

Selon Haggendorff et al. (2010), l'évaluation du capital en *book value* est une mesure imparfaite de la valeur économique d'une cible. Toutefois, dans le secteur bancaire, la valeur comptable est proche de la valeur économique, selon ces auteurs, dans la mesure où le bilan des banques est dominé par des créances financières à court terme dont la valeur comptable est proche de la valeur économique. L'alternative de la valeur comptable est d'évaluer la prime en valeur de marché du capital de la cible. L'avantage de cette dernière évaluation est d'incorporer la profitabilité actuelle de la cible dans son cours. En revanche, son inconvénient peut se situer à deux niveaux : le premier réside dans le fait d'intégrer les estimations des investisseurs dans l'évaluation des primes, tandis que le second, il relève de l'impossibilité d'estimer la prime en *market value* pour les cibles non cotées. Goddard et al. (2007) parlent aussi d'une autre limite de l'évaluation de la prime en valeur de marché au niveau européen. Pour ces auteurs, l'absence d'un marché boursier européen unique et la faible intégration des différents marchés boursiers au sein de l'UE, introduiraient un biais dans la comparaison des primes en valeur de marché. Ce biais dépend des différences dues à l'efficacité informationnelle et à la liquidité des marchés européens.

Si nous examinons quelques travaux antérieurs qui ont évalué le niveau des primes payées, nous constatons que la majorité d'entre eux ont utilisé la mesure comptable du capital de la cible pour estimer la prime reçue par celle-ci (tableau 17).

Tableau 17 : l'évaluation des primes de contrôle dans les F&A bancaires

Auteurs	Echantillon	Période étudiée	Mesure de la prime
Haggendorff et al. (2010)	236 EU F&A	1997-2007	Valeur comptable
Adkisson et Fraser (1990)	174 US F&A	1985-1986	Valeur comptable
Beatty, Santomero et Smirlock (1987)	264 US F&A	1984-1985	Valeur comptable
Benston, Hunter et Wall (1995)	302 US F&A	1981-1986	Valeur de marché
Brewer, Jackson et Jagtiani (2000)	189 US F&A	1990-1998	Valeur comptable
Brewer, Jackson et Jagtiani, (2007)	392 US F&A	1990-2004	Valeur de marché
Brewer et Jagtiani, (2007)	412 US F&A	1991-2004	Valeur de marché
Cheng, Gup et Wall (1989)	135 US F&A	1981-1986	Valeur comptable
Diaz et Azofra (2009)	147 UE F&A	1994-2000	Valeur comptable
Palia (1993)	137 US F&A	1984-1987	Valeur comptable
Rogowski et Simonson (1989)	168 US F&A	1984-1987	Valeur comptable
Shawky, Kilb et Staas (1996)	320 US F&A	1982-1990	Valeur comptable

A l'instar de la majorité des études citées dans le tableau précédent et compte tenu des arguments formulés, nous évaluerons la prime d'acquisition de manière comptable, en considérant dans la formule précédente la valeur comptable du capital de la cible telle qu'elle indiquée sur la base *Zephyr* ou dans le dernier bilan de la cible avant l'opération.

2.4. Variables de contrôle

Plusieurs variables de contrôle ont été retenues pour améliorer le pouvoir explicatif du modèle. Justifiées par les travaux antérieurs, ces variables concernent aussi bien la transaction que les parties concernées par la *deal*.

⇒ *La méthode de paiement (meth_p)*

C'est une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque le paiement est effectué en cash et 0 le cas échéant, c'est-à-dire, lorsque l'acquéreur a utilisé ses titres ou a mixé ces derniers avec du cash.

⇒ *La proximité géographique (proxi_g)*

L'impact de la diversification géographique sera cerné par cette variable binaire qui prend 1 pour une F&A domestique et 0 le cas échéant lorsque les établissements engagés appartiennent à deux pays européens différents.

⇒ *La taille relative (t_rel)*

C'est une variable numérique qui correspond au rapport (taille de la cible / taille de l'acquéreur). Nous avons retenu comme indicateur de la taille d'une banque son total bilan.

⇒ *Le statut de la cible (stat_c)*

Le « *listing effect* » sera analysé grâce à cette variable « muette » qui prend la valeur de 1 lorsque la cible est cotée et 0 lorsqu'elle ne l'est pas.

➤ *La performance avant acquisition de l'acquéreur (perf_a)*

La performance avant acquisition de l'acquéreur sera appréciée grâce au ratio (**EBITDA/Chiffre d'affaires**). Cet indicateur de profitabilité désigne le taux de marge brute d'exploitation, qui est une mesure directe de la performance industrielle et commerciale. Il est essentiel pour mesurer, en dehors de toute « pollution » liée aux provisions, aux frais financiers, aux éléments exceptionnels, la capacité de l'entreprise à générer du résultat. Ainsi, ce ratio constitue un indicateur de référence pour les analyses sectorielles.

2.5. Synthèse des variables utilisées et de leurs mesures

Nous pouvons synthétiser l'ensemble des variables dans le tableau suivant.

Tableau 18 : Synthèse des variables utilisées et de leurs mesures

Variable	Abréviation	Mesure
Variable dépendante :		
Performance de l'acquéreur	RAC	La rentabilité anormale cumulée sur les trois fenêtres [-1, 1] [-2, 2] [-3, 3] autour de la date d'annonce.
Variable indépendantes :		
• Forme du conseil	C_surv	1 si conseil de surveillance sinon 0
• Dualité de direction	dualite	1 si cumul des fonctions sinon 0
• Taille du conseil	taille_c	Nombre d'administrateurs
• Proportion des administrateurs externes	ext_c	Nombre d'externes (non-exécutifs) / nombre d'administrateurs
• Actionnariat des administrateurs	action_c	Pourcentage du capital détenu par les membres du conseil
Variable médiatrice :		
• La prime de contrôle	PRIME	$([\text{Valeur du deal} / (\text{Pourcentage acquis} \times \text{Capital de la cible})] - 1) \times 100\%$
Variabiles de contrôle :		
• La méthode de paiement	meth_p	1 lorsque l'acquéreur utilise du cash, sinon 0
• La proximité géographique	proxi_g	1 pour une F&A domestique, sinon 0
• La taille relative	t_rel	Total bilan de la cible/total bilan de l'acquéreur
• Le statut de la cible	stat_c	1 lorsque la cible est cotée, sinon 0
• La performance (ou la profitabilité) avant acquisition de l'acquéreur	perf_a	EBITDA/ CA de l'acquéreur avant l'opération

Nous allons maintenant présenter au chapitre suivant nos résultats empiriques (section 1) avant de les discuter sur la base des différentes conceptions théoriques retenues (section 2)

Chapitre 4 : Résultats et discussions

Après avoir défini l'ensemble de nos variables ainsi que notre démarche méthodologique, nous allons présenter dans la première section nos résultats avant de discuter ces derniers dans la seconde section.

Section 1 : présentation des résultats

Pour la présentation des résultats, nous l'effectuerons tout d'abord de manière descriptive et ensuite, nous exposerons les relations entre les différentes variables dans le cadre des régressions effectuées. Nous comparerons à chaque fois nos résultats par rapport à ceux obtenus dans les travaux antérieurs.

1. Analyse descriptive des résultats

Dans cette 1ère sous-section, nous analyserons, de manière descriptive, les statistiques relatives à l'ensemble des variables utilisées dans cette thèse.

1.1. Variable dépendante : résultats de l'étude d'événement

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des rendements anormaux moyens et moyens cumulés autour de la date d'annonce, 5 jours avant et 5 jours après.

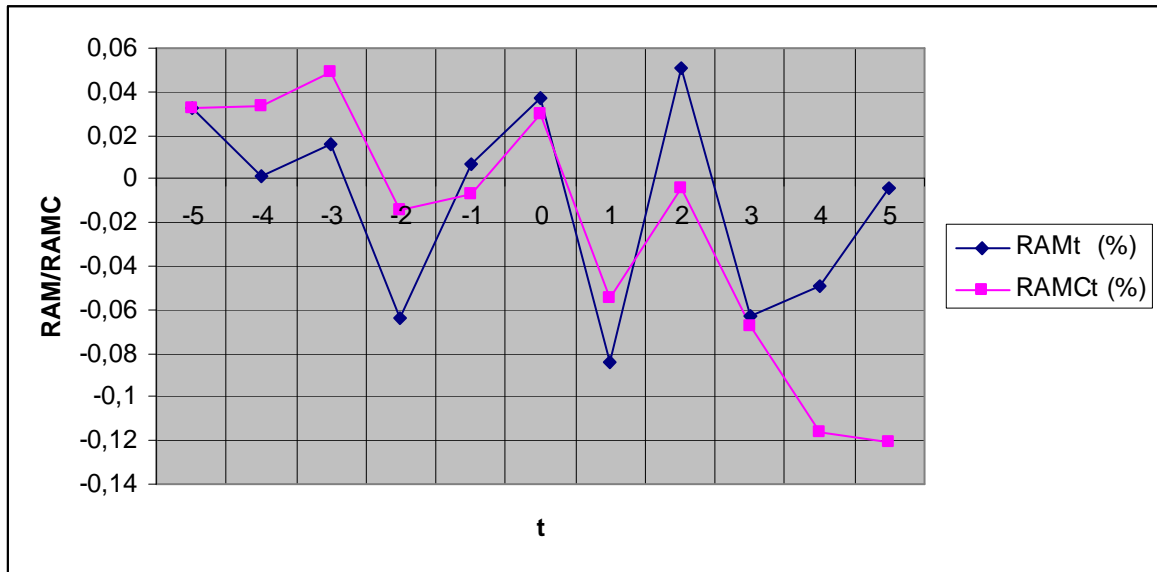
Tableau 19 : rendements anormaux moyens et moyens cumulés

t	RAM_t (%)	T Student	RAMC_t (%)	T student
-5	0,0324	0,5834	0,0324	0,5834
-4	0,0012	0,0217	0,0336	0,4278
-3	0,0157	0,2833	0,0494	0,5128
-2	-0,0636	-1,1439	-0,0142	-0,1278
-1	0,0070	0,1259	-0,0072	-0,0580
0	0,0369	0,6638	0,0297	0,2180
1	-0,0844	-1,5191	-0,0548	-0,3723
2	0,0504	0,9059	-0,0044	-0,0280
3	-0,0627	-1,1287	-0,0671	-0,4026
4	-0,0491	-0,8836	-0,1162	-0,6614
5	-0,0043	-0,0773	-0,1205	-0,6539

Le test de *Student* montre que les RAM et RAMC ne sont pas significativement différents de zéro. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse nulle de l'absence d'influence de l'événement sur les rendements quotidiens. Les RA sont proche de zéro et ne varient que très peu.

Malgré cette absence de significativité, nous pouvons remarquer que les rendements anormaux moyens sont positifs sur 6 jours (des 11 jours de la fenêtre d'événement).

Figure 24 : les rendements anormaux moyens et moyens cumulés entre -5 jours et +5 jours



La variation positive des RAM concerne donc 4 jours avant l'annonce, le jour de l'annonce et le deuxième jour après l'annonce. L'après annonce est plutôt caractérisé par des rentabilités anormales négatives. De même, les rendements moyens cumulés sont négatifs à partir de j-2 et tout le long de la fenêtre d'événement à l'exception du jour de l'annonce officielle de l'acquisition. Globalement, l'opération entraîne des rendements anormaux négatifs et non significatifs sur les 11 jours entourant l'événement, comme en témoigne la courbe des RAMC.

Le tableau ci-après indique également l'absence de significativité sur l'ensemble des fenêtres événementielles aussi bien pour fenêtres réduites de 2 jours [-1, 0] et [0, 1] que pour les fenêtres de 3 à 11 jours.

Tableau 20 : Rendements anormaux moyens cumulés sur différentes fenêtres d'événements autour de la date d'annonce

t	RAMC _t (%)	T student
[-1, 0]	0,0439	0,5584
[0, 1]	-0,0475	-0,6048
[-1, 1]	-0,0405	-0,4211
[-2, 2]	-0,0538	-0,4326
[-3, 3]	-0,1008	-0,6852
[-5, 5]	-0,1205	-0,6539

Par ailleurs, et afin de vérifier la convergence des résultats obtenus et de s'assurer de leur robustesse, nous avons opté pour un autre test paramétrique, à savoir le test normalisé en coupe transversale. Celui-ci repose sur la statistique BMP de Boehmer, Musumeci et Poulsen (1991), et permet de tenir compte du problème d'hétéroscédasticité induit par la non constance de la variance des rentabilités anormales moyennes.

La statistique du test BMP est donc obtenue en estimant le rendement anormal normalisé SR_{it} (*Standardized Return*) comme le rapport du rendement anormal RA_{it} et de son écart-type estimé. Les résultats de ce test sont indiqués dans le tableau ci-dessous :

Tableau 21 : Le test BMP des rendements anormaux normalisés en coupe transversale

t	RAM _t normalisés (%)	Test BMP	RAMC _t normalisés (%)	Test BMP
-5	56,95	0,5401	56,95	0,0487
-4	1,54	0,0159	58,49	0,0369
-3	27,41	0,3314	85,90	0,0469
-2	-108,37	-1,2502	-22,47	-0,0109
-1	15,11	0,1298	-7,35	-0,003
0	63,64	0,6107	56,29	0,0209
1	-146,14	-1,2811	-89,85	-0,0301
2	90,26	0,9733	0,41	0,0001
3	-111,98	-1,1303	-111,56	-0,0334
4	-88,03	-0,9829	-199,60	-0,0573
5	-4,40	-0,0539	-203,99	-0,0567

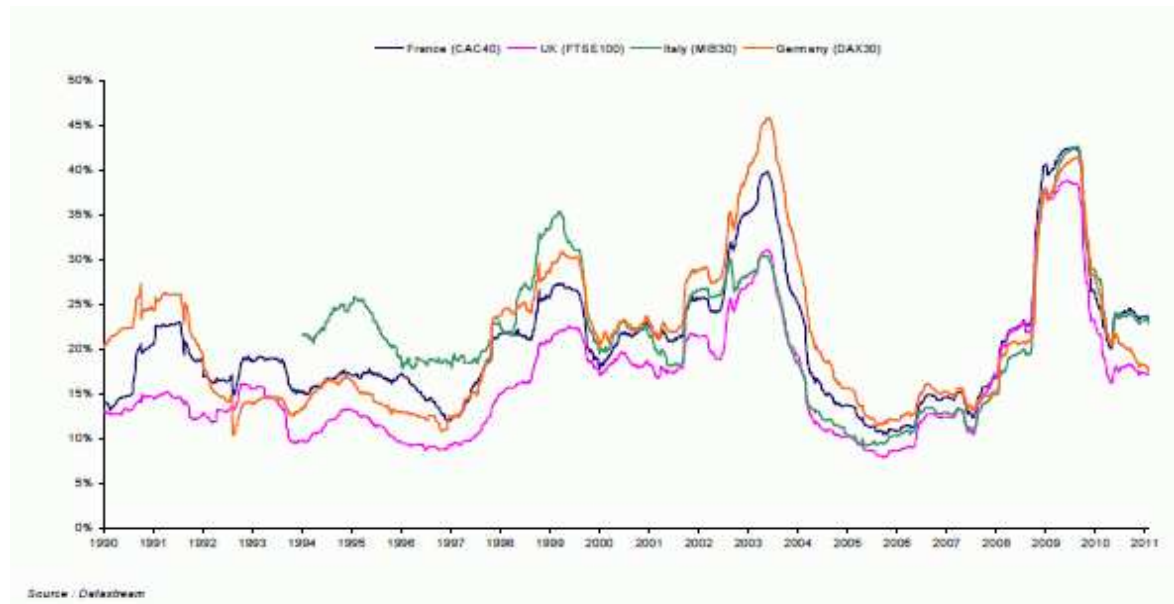
Les résultats de ce tableau convergent avec ceux du tableau 19. Ils confirment l'hypothèse nulle de l'absence de rendements anormaux significatifs entre - 5 et +5 jours autour de la date d'annonce. L'impact des annonces de F&A s'avère donc relativement neutre pour les acquéreurs.

Notons toutefois que la réaction qui se rapproche le plus du seuil de significativité de 10% est enregistré au lendemain de l'annonce de l'opération à $j+1$. Ce constat est confirmé par les deux tests

précédents avec des p-valeurs de 0,1313 et 0,1901 respectivement pour le test Student « classique » et le test de Student normalisé en coupe transversale.

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'intégreraient pas toute l'information disponible. Toutefois, ce constat est à considérer avec précaution compte tenu de certains biais méthodologiques tels que l'exactitude du modèle théorique d'estimation des rentabilités normales, l'interférence avec d'autres événements sur la période étudiée, les problèmes d'utilisation de données quotidiennes (données manquantes ou l'asynchronisme⁵⁸ de celles-ci), etc. Par ailleurs, et comme nous l'avons souligné en introduction, certaines études semblent également remettre en question le paradigme de l'efficience en mettant en évidence des phénomènes constituant des « anomalies » par rapport aux préceptes de la théorie et d'une contestation radicale des hypothèses de comportement des investisseurs et de leur rationalité. Ainsi, au-delà des facteurs comportementaux, cette remise en cause porte aussi sur certains effets saisonniers (effet jours de la semaine⁵⁹, effet janvier⁶⁰) et sur l'excès de volatilité des marchés européens, comme en témoigne la figure ci-dessous :

Figure 25 : La volatilité en Europe



Source : DATASTREAM (2011)

⁵⁸ L'asynchronisme des données signifie que la rentabilité de l'indice et celle des titres ne correspondent pas au même ensemble d'informations ce qui entraîne un biais au niveau de l'estimation de β .

⁵⁹ French (1980) ainsi que Gibbons et Hess (1981) ont trouvé des différences statistiquement significatives entre les rentabilités des jours de la semaine. Selon ces auteurs, l'effet week-end se traduirait par des taux de rentabilité moyens négatifs le lundi et positifs en fin de semaine.

⁶⁰ Selon cet effet, les rentabilités obtenues en janvier seraient plus élevées que celles des autres mois de l'année, plus particulièrement pour les petites capitalisations.

Ce graphique montre la volatilité de l'indice boursier phare de certains principaux marchés européens des actions (allemand, anglais, français et italien). Nous constatons, d'une part, une forte volatilité sur la période étudiée (2001-2006) et également sur la période actuelle, et d'autre part, une synchronisation croissante des marchés européens entre eux. Selon Albouy (2005), l'excessive volatilité des marchés montre le comportement irrationnel de ces derniers, qui ne permet pas d'envoyer de signaux clairs par rapport aux événements.

Enfin, nous complétons ces deux tests paramétriques par un test non paramétrique qui n'exigent aucune propriété particulière sur la distribution des rendements. Il s'agit du test du rang signé de WILCOXON. Ce test prend en compte à la fois le signe et l'amplitude de la variation anormale, sur un jour donné de la fenêtre d'événement. Ses résultats sont indiqués dans le tableau ci-après :

Tableau 22 : Test de rang signé de Wilcoxon

Jour	Nombre des RA négatives	Nombre des RA positifs	T ⁺	Z _{rang}
-5	69	55	4090	0,536
-4	58	66	3598	-0,691
-3	69	55	4048	0,431
-2	56	68	3478	-0,990
-1	67	57	4040	0,411
0	62	62	4055	0,449
1	56	68	3430	-1,110
2	60	64	4190	0,786
3	56	68	3258	-1,539
4	59	65	3486	-0,970
5	65	59	4048	0,431

L'application de ce test fait ressortir des résultats similaires à ceux obtenus par les tests paramétriques. L'annonce d'acquisition n'influence pas significativement les rendements boursiers des établissements acquéreurs : les variations positives et négatives ne sont pas significatives sur la fenêtre d'événement.

L'ensemble de ces résultats converge avec la majorité des études américaines et européennes stipulant que la stratégie d'acquisition profite davantage aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur qui engrangent des rendements négatifs ou nuls.

Jensen et Ruback (1983) dressent une synthèse de six études examinant les rendements anormaux des acquéreurs à l'annonce d'acquisitions. Ils constatent que ces études ne mettent en évidence aucune influence significative associée à l'événement du point de vue de l'initiateur, contrairement aux cibles qui obtiennent des gains positifs.

Dans le secteur bancaire américain, les travaux de Becher (2000), Bliss et Rosen (2001), Cornett et al. (2003) ainsi qu'Anderson et al. (2004) concluent également en l'absence de rendements pour les acquéreurs autour des dates d'annonce d'opérations, ou à des rendements négatifs. Le même constat est établi pour les banques acquéreuses européennes (Ismail et Davidson, 2005 ; Asimakopoulos et Anthanasoglou, 2009). Selon Wang (1999), les opérations de rapprochement dans le secteur bancaire ne permettent pas, en moyenne, de dégager des accroissements de valeur. Pour cet auteur, les F&A bancaires ne semblent pas être perçues comme favorisant des gains en matière d'efficience qui résulteraient de la combinaison des activités.

Afin de comprendre cette neutralité de l'effet d'un deal du point de vue des banques initiatrices, les auteurs ont avancé diverses explications se rapportant à chacun des déterminants évoqués en première partie. Parmi lesquels, nous pouvons citer le cas de l'existence d'une concurrence entre différents acquéreurs potentiels pour une cible. Cette situation peut entraîner une augmentation de la prime jusqu'à ce que son prix égale la valeur actuelle nette des cash flows anticipés. Dans ce cas, l'acquisition peut créer de la valeur, mais la valeur est donnée aux actionnaires de la cible, les rendements pour l'acquéreur sont nuls.

Des rendements nuls ou négatifs peuvent également résulter d'une acquisition conformément à l'hypothèse de l'opportunisme managériale (Jensen et Meckling, 1976). Selon cette approche, les managers sont censés rechercher, à travers des acquisitions, la maximisation de leur propre utilité au dépend des actionnaires (enracinement, rémunération...).

Toutefois, comme les rendements relevés dans le cadre des études d'événements reflètent souvent une performance court-termiste autour de la date d'annonce, Gardès (2005) souligne qu'il ne faut pas négliger l'éventualité selon laquelle les gains ne puissent apparaître qu'après certains délais. Par exemple, pour le cas de l'acquisition de Paribas par BNP, cette dernière a réalisé une perte anormale de -6,80%. Cependant, Malgré cet impact négatif à court terme, Redor (2007) souligne que les actionnaires de la BNP ont largement profité de cette acquisition sur le long terme.

1.2. Variables indépendantes

Les données relatives aux caractéristiques des conseils des banques que nous avons retenues seront maintenant présentées de manière descriptive.

1.2.1. La forme du conseil

Le tableau ci-dessous indique la moyenne des établissements bancaires de notre échantillon qui ont opté pour un conseil de surveillance sur la période étudiée. Cette moyenne ne dépasse pas 15% des banques.

Tableau 23 : forme du conseil et choix du système duale

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
c_surv	124	.1451613	.3536924	0	1

Les banques adoptant cette forme duale du conseil sont pour la plupart allemandes. Elles représentent environ 66% des établissements à directoire et conseil de surveillance de notre échantillon, suivie par l’Autriche avec 28% et la Belgique à 6%. Aucune banque française n’adopte cette forme bicamérale sur la période étudiée. En effet, selon une enquête réalisée par le cabinet Vuchot Ward Howell auprès de 2500 dirigeants français (1995), le manque de succès de cette forme est expliquée par plusieurs raisons, dont les plus souvent mentionnées, sont la lourdeur du reporting, le manque de prestige de Président du directoire, la tradition et la méconnaissance du mécanisme. Ainsi, en France, Godard (1998) relève sur 249 banques et assurances de son échantillon, que 5 seulement adoptait un conseil de surveillance (soit un pourcentage de 2%). Pour cet auteur, la complexité du secteur financier amène les établissements à adopter la structure traditionnelle permettant de faciliter l’action efficace et rapide des dirigeants. Un conseil de surveillance serait alors une entrave à l’action dans un secteur aussi complexe et opaque. Staikouras et al. (2007) font un constat similaire sur leur échantillon de 58 grandes banques en Europe des 15. En effet, le règlement du conseil 2157/2001⁶¹ sur le statut des firmes européennes laisse à celles-ci le choix d’opter pour le système dualiste du type allemand et le système moniste anglo-saxon. Selon l’article 38 de ce règlement, dans le système dual, le directoire est responsable de la conduite des affaires de l’établissement, tandis que le conseil de surveillance, son rôle consiste à superviser les actions du directoire. En revanche, dans le système traditionnel, le conseil d’administration est considéré comme un corps collégial. Les opérations au jour-le-jour sont déléguées aux membres internes exécutifs, qui correspondent aux membres du directoire dans le système dual. Ces derniers sont complétés par les membres externes, dont la présence est guidée par un apport d’expertise et d’indépendance dans l’évaluation des actions du management.

⁶¹ Council Regulation 2157/2001, OJ L 294/1/10.11.2001, article 38.

1.2.2. La dualité de direction

Il ressort du tableau ci-dessous que le cumul des fonctions de président et de directeur général ne concerne que 18% des banques acquéreuses de notre échantillon. Les 82% restant correspondent à des établissements, optant soit pour le système dual de type allemand, soit pour le système traditionnel avec dissociation des fonctions de président et de directeur général. Ces deux dernières formes traduisent donc la volonté des grands établissements européens de séparer la fonction de décision de la fonction de contrôle.

Tableau 24: le cumul des fonctions de président et de directeur général

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
dualité	124	.1774194	.383573	0	1

Le tableau ci-dessous montre que la forme la plus fréquente dans notre échantillon est le conseil d'administration avec séparation des fonctions de président et de directeur. Elle représente 84% de l'échantillon total, suivie du conseil d'administration avec présence de dualité (18%) et enfin la forme bicamérale à conseil de surveillance et directoire avec environ 15% des banques.

Tableau 25: Type de conseil des banques de l'échantillon

Type de conseil	Nombre d'observations	%
CA avec cumul des fonctions	22	18
CA sans cumul des fonctions	84	67
Conseil de surveillance et directoire	18	15
Total	124	100

Ces chiffres montrent que les établissements restent attachés à la forme traditionnelle. Leur volonté de séparer les fonctions de décision et de contrôle s'est traduite par l'absence de dualité au sein du conseil d'administration. Ce constat est similaire à celui de Staikouras et al. (2007), analysant la composition des conseils des établissements bancaires européens (Euro 15). Ils trouvent que la majorité d'entre eux opte pour le système unitaire anglo-saxon avec une tendance à séparer les fonctions de directeur et de président. Pour Staikouras et al., l'absence de dualité dans le système moniste permet, au même titre que le système dualiste, de renforcer la fonction de supervision, malgré que celle-ci est plus formalisée dans le système allemand.

En effet, la séparation des deux fonctions a toujours été l'une des préoccupations majeures des différents codes et rapports professionnels. Par exemple, en Grande Bretagne, les rapports Cadbury (1992) et Hampel (1998) ont conduit plus de 90% des sociétés britanniques à adopter cette solution. Le PIRC62, consultant britannique en matière de *corporate governance* pour les investisseurs institutionnels, va encore plus loin en exigeant, en plus de la séparation des fonctions de directeur et de président, que ce dernier soit un membre non-exécutif.

Ce débat a également gagné le reste de l'Europe avec les Rapports Viénot (1995, 1999) en France, Marini (1996) en Belgique, etc.

1.2.3. La taille du conseil

Le tableau ci-dessous indique que le nombre moyen d'administrateurs des banques acquéreuses de notre échantillon est de 18 membres.

Tableau 26: la taille des conseils d'administration et de surveillance de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
taille_c	124	18.04032	4.481941	6	31

Ce résultat se rapproche de celui de Staikouras et al. (2007) qui ont relevé une taille moyenne de 17.11 sur leur échantillon de grandes banques de l'Euro 15. Booth et al. (2002) soutiennent que les banques sont caractérisées par des conseils relativement plus larges que ceux des autres firmes. Ils ont relevé sur un échantillon de 100 grandes banques (au total bilan), 100 grandes entreprises industrielles (Energie, électricité..) et 100 grandes entreprises de services (télécommunication, transport...), que la taille du conseil des banques est d'en moyenne de 16.37 membres en 1999, date retenue pour l'étude. En revanche, pour les secteurs industriels et de service, la taille du conseil est respectivement de 11.79 et 11.46 membres. Selon Booth et al., il existe des raisons pour expliquer ce constat. La première est liée à la taille des établissements bancaires. En effet, Yermack (1996) a montré que la taille du conseil dépend de la taille de la firme. Une seconde raison de la différence des tailles constatée est attribuée à la structure organisationnelle complexe des institutions de crédit. Ces dernières peuvent en effet contrôler plusieurs autres institutions financières, dotées chacune d'un

⁶² Pensions Investment Research Consultants.

propre conseil. La coordination entre ces différents conseils n'est donc pas sans incidence sur la composition du conseil de la banque.

Enfin, la nature des F&A dans le secteur financier pourrait être aussi déterminante de la taille des conseils des banques.

Nous avons également relevé que le nombre d'administrateurs varie de 6 à 31 membres, et que les conseils de surveillance présentent le plus grand nombre d'administrateurs, avec en moyenne environ 21 membres, comme l'indique le tableau ci-dessous.

Tableau 27 : Nombre moyen d'administrateurs par type de conseil

Type de conseil	Nombre d'administrateurs moyen
Conseil de surveillance et directoire	21,44
CA avec cumul des fonctions	14,95
CA sans cumul des fonctions	18,12

En effet, la taille du conseil de surveillance peut être stipulée par la loi et dépend de la taille de la firme, comme c'est le cas en Allemagne. Dans ce pays, une firme qui compte plus de 2000 employés, doit avoir 20 membres dans son conseil, la moitié est élue par les actionnaires et les autres par les employés et les unions des travailleurs (Schilling, 2000).

1.2.4. La proportion des administrateurs externes (non-exécutifs)

La proportion moyenne des membres externes (non-exécutifs) siégeant aux conseils des banques de notre échantillon est de 67%.

Tableau 28 : La proportion moyenne des administrateurs externes dans notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ext_c	123	.6705447	.1957003	.071	1

Le minimum est de 7% et concerne une banque coopérative dont le conseil est composé essentiellement de membres internes, directeurs de caisses régionales. Quant à la proportion maximale, elle est de 100% et concerne les établissements à conseil de surveillance, dont les membres sont tous considérés non-exécutifs (Staikouras et al., 2007 ; Van Greuning et Brajovic-Bratanovic, 2003). Comme nous l'avons souligné, ces auteurs soutiennent que les membres internes

du CA sont, au même titre que les membres du directoire, responsables de la gestion quotidienne des affaires de leurs entreprises. Quant aux membres externes du CA, ils assurent à l'instar des membres du conseil de surveillance la supervision des actions managériales.

La proportion moyenne de 67% indique que les conseils de notre échantillon sont dominés par des agents d'influence externes. Cela constitue donc une réponse aux différentes recommandations en matière de gouvernance, et qui sont favorables à la présence de personnalités extérieures au sein du conseil.

Staikouras et al. (2007) obtiennent une proportion d'externes proche de la nôtre. Ils relèvent que 64.4% des administrateurs siégeant aux conseils de 58 grandes banques en Europe des 15 sont externes. Ils trouvent aussi la même proportion minimale (7%) et un maximum de 90%. Des résultats similaires ont été mis en avant par Cornett et al. (2003). Ces derniers relèvent une proportion moyenne d'externes de 69.27% sur un échantillon de 423 banques acquéreuses américaines entre 1988 et 1995, avec un minimum de 0%, indiquant que 100% des administrateurs sont internes, et un maximum de 93.33%.

Par ailleurs, et dans leur étude comparative précédemment décrite, Booth et al. (2002) trouvent que le conseil des banques comporte plus de membres externes que celui des autres firmes industrielles et de service (81,29% pour les banques contre 71.80% et 80.52% respectivement pour les firmes industrielles et les firmes de service). Le résultat de Booth et al. semble infirmer l'hypothèse de substitution entre la présence d'une forte réglementation dans le secteur financier et les mécanismes internes de gouvernance des établissements bancaires. Ainsi, malgré les contraintes réglementaires qui pèsent sur les banques, leurs conseils sont plus dominés par des membres externes. Ce constat penche donc davantage vers l'hypothèse de complémentarité « réglementation/CA », validée aussi par Becher et Frye (2007) aux Etats-Unis. Pour ces auteurs, cette complémentarité tient à la volonté des autorités de régulation de protéger les intérêts des différents investisseurs, ce qui se traduit par un renforcement des mécanismes internes de gouvernance, tels que des conseils plus indépendants.

Nous constatons en outre dans notre échantillon que la proportion moyenne des externes est plus élevée dans le cas d'un CA avec cumul des fonctions de directeur et de président que dans les deux autres cas de séparation des fonctions de décision et de contrôle (tableau 29). Toutefois, la différence de moyennes constatée donne un t de Student de -0,4746, non significatif au seuil de 10%.

Tableau 29 : Proportion moyenne des administrateurs externes (non-exécutifs) et présence de dualité de direction

Dualité de direction	Oui	Non	Population totale (N. obs. = 124)	Différence de moyennes
Proportion des externes (non-exécutifs)	68,85%	66,66%	67,05%	2,19 (t= -0.4746 ; p= 0.6359)

1. (*) Significatif à 10% ; (**) significatif à 5% ; (***) significatif à 1%

Desai, Kroll et Wright (2003) trouvent aussi qu'en moyenne les CA avec cumul des fonctions de président et de directeur comportent plus de membres externes. Pour ces auteurs, en présence de dualité (cumul), il est plus prudent, dans un souci d'objectivité, que le CA soit dominé par des membres externes. En revanche, dans le cas d'absence de dualité, la présence des membres internes en majorité dans le conseil est plus utile pour une firme. En effet, selon Desai et al., les connaissances spécifiques dont disposent ces administrateurs, ainsi que l'absence de problèmes d'agence qu'impliqueraient le poste de PDG donne l'avantage à la présence des membres internes au conseil. Ce point de vue a été validé par ces auteurs en relation avec la performance des F&A.

1.2.5. L'actionnariat des administrateurs

Le tableau ci-dessous indique que le pourcentage moyen du capital détenu par les membres du conseil d'administration ou de surveillance est de 1.2% avec un minimum de 0% et un maximum de 9.9%.

Tableau 30 : Le pourcentage moyen du capital détenu par les administrateurs dans notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
action_c	120	1.209808	2.147276	0	9.906

Ce pourcentage moyen semble faible comparé à celui relevé par Booth et al. (2002). Ils trouvent un pourcentage de 5.77% sur leur échantillon de 100 grandes banques américaines. Le minimum relevé par ces auteurs est de 0.1% et le maximum culmine 75.1%. L'actionnariat moyen des administrateurs des banques arrive en deuxième position après celui des grandes firmes industrielles (8.97%) et devant celui des grandes entreprises de services, autres que financiers (1.75%). Subrahmanyam et al. (1997) trouvent une participation moyenne de 4.53% pour les administrateurs de 225 banques américaines impliquées dans des acquisitions (dont la valeur est supérieure à 100 millions de \$), entre

1982 et 1989. Dans cette participation, 1.52% est le pourcentage moyen détenu par les membres internes, tandis que l'actionnariat moyen des externes s'élève à 3.01%. En Europe, Westman (2009) trouve un niveau de participation moyen plus proche du nôtre sur un échantillon de 462 banques européennes (37 pays) entre 2003 et 2006. Il relève un pourcentage moyen de 1.8% avec un minimum de 0% et un maximum de 11%.

Par ailleurs, le tableau ci-dessous indique une participation moyenne qui diffère selon la forme du conseil :

Tableau 31 : Pourcentage moyen du capital détenu par les membres du conseil en fonction de la forme de celui-ci

Type de conseil	Pourcentage moyen du capital détenu par les membres en %
CA avec cumul des fonctions	2.45
CA sans cumul des fonctions	1.10
Conseil de surveillance et directoire	0,31

Les banques acquéreuses à CA avec cumul des deux fonctions présentent le pourcentage moyen le plus élevé, suivi des CA avec dissociation des fonctions, et enfin des conseils de surveillance dont les membres présentent l'actionnariat moyen le moins élevé. Les données de ce tableau sont cohérentes avec le point de vue de Desai et al. (2003), dont l'étude a porté sur 149 OPA impliquant des firmes manufacturières américaines. Pour ces auteurs, en présence de dualité, l'implication des administrateurs dans les affaires de leurs sociétés pour contrer le pouvoir du PDG dépend de leurs intérêts financiers dans celles-ci. Ils trouvent donc une relation positive entre la performance de l'offreur et la participation des administrateurs (notamment externes), et ce, en présence de dualité.

1.3. Variable médiatrice

Pour la prime de contrôle, nous l'avons calculé en utilisant la formule ($[\text{Valeur du deal} / (\text{Pourcentage acquis} \times \text{Capital de la cible})] - 1) \times 100\%$). Le capital de la cible est exprimé en valeur comptable.

En effet, même si l'évaluation comptable de la prime paraît imparfaite, dans la mesure où elle ne tient pas compte de la valeur économique de la cible que permettrait l'évaluation en valeur de marché, plusieurs auteurs l'ont malgré cela utilisé pour les banques. Selon ces derniers, la valeur comptable est proche de la valeur économique dans le secteur bancaire, car le bilan des banques est dominé par des créances financières à court terme dont la valeur comptable est proche de la valeur économique

(Hagendorff et al., 2010 ; Brewer et al., 2000). De plus, le fait que notre échantillon comporte aussi des cibles non cotées, l'évaluation comptable de la prime semble être plus adéquate.

Pour l'ensemble des banques acquéreuses de notre échantillon, le niveau moyen des primes versées est de 49,38% avec un minimum de -76,46% et un maximum de 183,62% (tableau 33).

Tableau 32 : Analyse descriptif de la prime de contrôle

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prime	124	49.38015	53.73444	-76.46003	183.6285

	Percentiles	Smallest			
1%	-75.68882	-76.46003			
5%	-45.89194	-75.68882			
10%	-.8604271	-74.66605	Obs		124
25%	13.09407	-55.71643	Sum of Wgt.		124
50%	38.98696		Mean		49.38015
		Largest	Std. Dev.		53.73444
75%	89.34287	155.4939			
90%	118.7628	160.7076	Variance		2887.39
95%	131.4	163.8864	Skewness		.1040741
99%	163.8864	183.6285	Kurtosis		2.703764

Cette prime moyenne est inférieure à celle de 71%⁶³, obtenue par Shawky, Kilb et Staas (1996) sur leur échantillon de 320 F&A bancaires entre janvier 1982 et octobre 1990. Toutefois, elle rejoint la moyenne des primes versées dans le secteur bancaire en Europe et qui se situe entre 30% et 40%⁶⁴.

Les valeurs négatives des primes indiquent un prix offert inférieur à la valeur comptable du capital cédé, contrairement à la prime maximale qui montre que le prix payé correspond à 183% de la valeur comptable du capital de la cible.

Nous constatons aussi du tableau que le premier quartile (à 25%) correspond à une prime de 13.09%, le second quartile (à 50%), qui représente aussi la médiane de notre échantillon, indique une prime de 38.98%. Quant au 3ème quartile (à 75%), il montre une prime supérieure à 89%. Notons que dans les premiers 5% et les derniers 5% de la population, nous retrouvons les quatre valeurs des primes respectivement les moins élevées et les plus élevées.

Toutefois, la valeur minimale, maximale et celle de l'écart-type montrent beaucoup de disparités dans les niveaux des primes versées. Ces différences constatées peuvent être expliquées par un ou

⁶³ Ces auteurs ont également évalué la prime en valeur comptable.

⁶⁴ Selon la revue *Horizons Bancaires* du Crédit Agricole, N°324, mars 2005.

plusieurs des déterminants précédemment soulevés, tels que la méthode de paiement, le statut de la cible, certaines caractéristiques de l'acquéreur et de son conseil, etc.

Par rapport à la méthode de paiement, le tableau ci-dessous montre une différence de moyennes des primes significative à 5% entre l'utilisation du cash et l'utilisation de tout autre mode de paiement. Le financement d'une opération en espèces semble donc être associé à des primes de contrôle moins élevées (en moyenne 42.96%, contre 65.69% si le cash n'est pas utilisé).

Tableau 33 : Prime de contrôle versée par l'acquéreur selon la méthode de paiement utilisée

Méthode de paiement	Cash (N. obs. = 89)	Autres (N. obs. = 35)	Population totale (N. obs. = 124)	Différence de moyennes
Prime de contrôle	42.96	65.69	49.38	22.72** (t= 2.1510; p= 0.0335)

(*) Significatif à 10% ; (**) significatif à 5% ; (***) significatif à 1%

De même, les tableaux ci-dessous indiquent également des primes plus élevées associées à l'acquisition de cibles cotées (en moyenne 61.20% contre 44.73% pour les cibles privées) et de cibles étrangères (en moyenne 51.78% contre 46.25% pour les cibles domestiques). Toutefois, la différence de moyennes pour ces deux déterminants reste non significative.

Tableau 34 : Prime de contrôle versée à la cible en fonction de son statut

Statut de la cible	Cotée (N. obs. = 35)	Non cotée (N. obs. = 89)	Population totale (N. obs. = 124)	Différence de moyennes
Prime de contrôle	61.20	44.73	49.38	16.47 (t=-1.5453; p=0.1249)

(*) Significatif à 10% ; (**) significatif à 5% ; (***) significatif à 1%

Tableau 35 : Prime de contrôle et diversification géographique

Diversification géographique	Acquisitions domestiques (N. obs. = 54)	Acquisitions transfrontières (N. obs. = 70)	Population totale (N. obs. = 124)	Différence de moyennes
Prime de contrôle	46.25	51.78	49.38	5.53 (t=0.5667 ; p=0.5719)

(*) Significatif à 10% ; (**) significatif à 5% ; (***) significatif à 1%

Nous verrons lors des analyses multivariées d'autres déterminants pouvant expliquer les différences constatées dans le niveau des primes offertes.

1.4. Variables de contrôle

Les différents tableaux qui seront présentés plus bas décrivent la moyenne, l'écart-type, le minimum et le maximum de chacun des déterminants de la performance que nous avons contrôlés.

1.4.1. La méthode de paiement

Le tableau ci-dessous indique que près de 72% des établissements acquéreurs ont opté pour un paiement en numéraire pour financer leurs acquisitions. Les 28% restant ont recouru soit à un paiement en titres, soit à un mix de titres et de cash.

Tableau 36 : Méthode de paiement utilisée par les banques acquéreuses de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
meth_p	124	.7177419	.4519242	0	1

En effet, nous avons souligné en première partie, à travers la figure 11 (cf. chapitre 2, section 1) que l'utilisation du cash dans les F&A a progressé de plus de 100% entre 2000 et 2007 en Europe, en Asie et aux Etats-Unis. D'autres auteurs ont également relevé dans leurs échantillons que les transactions financées en cash dominent les autres formes de paiement. Nous en citerons Hagendorff et al. (2008) qui trouvent, sur un échantillon de 42 grandes acquisitions bancaires en Europe, que 55% d'entre elles sont financées uniquement avec du cash. L'attrait pour ce mode de paiement peut être dû aux importantes liquidités dont disposent les grands établissements européens. Ces cash-flows libres les amènent donc à privilégier le cash comme mode de paiement. Cela permet de réduire les conflits d'agence entre les dirigeants et les actionnaires désirant recevoir ce supplément de dividende (Jensen, 1986).

Les banques peuvent aussi préférer des offres en cash dans la mesure où celles-ci sont souvent associées à de meilleurs rendements (Baradwaj et al., 1991 ; Cornett et al., 2003) conformément à l'hypothèse du contenu informationnelle de Myers et Majluf (1984). D'autres modèles peuvent aussi expliquer le recours au cash comme nous l'avons déjà noté. Ceux-ci sont liés au phénomène de dilution ou encore à celui du contrôle externe associé à l'acquisition d'une cible non cotée par échange de titres.

1.4.2. La proximité géographique

Les opérations domestiques concernent environ 43% des F&A de notre échantillon, tandis que 57% des transactions concerne des banques appartenant à deux pays européens différents (Tableau 37).

Tableau 37 : La proximité géographique des banques de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
proxi_g	124	.4354839	.4978316	0	1

En effet, dans notre échantillon, les grands groupes bancaires européens représentés dans l'indice sectoriel Dj Stoxx 600 Banks, sont universels et à vocation internationale. Ils disposent d'un large réseau multinational leur permettant de tirer profit du financement direct à l'étranger et d'étendre leurs activités. Cette expansion s'opère davantage à travers des filiales que via des succursales ou des agences. Le pourcentage de 57% d'opérations transfrontalières que nous avons relevé est représentatif de la tendance du marché européen des F&A depuis le début des années 2000. En effet, les pays européens ont tout d'abord connu une phase interne de consolidation de leur industrie bancaire. Ensuite, les établissements, face à des marchés domestiques matures et à l'enjeu de recherche de nouveaux revenus, ont également mené des opérations d'acquisitions en dehors de leurs frontières nationales. Notons par ailleurs que l'objectif d'intégration européenne a aussi largement contribué au mouvement de F&A. Par exemple, l'Acte unique de 1986 a défini les règles de fonctionnement du marché intérieur et qui reposent sur les quatre principes d'organisation que nous avons soulignés en introduction (à savoir, une réglementation prudentielle européenne harmonisée, le principe de reconnaissance mutuelle, le contrôle par le pays d'origine et la coopération entre les autorités nationales).

1.4.3. La taille relative des banques

Le total bilan de la cible rapporté à celui de l'acquéreur indique, d'après le tableau ci-dessous, que la taille des banques acquéreuses de notre échantillon est en moyenne environ 8 fois supérieure à celle des banques cibles (Tableau 38). Le minimum concerne l'acquisition de la banque slovène « Banka Koper » en 2001 par la banque italienne « Sanpaolo IMI » dont les totaux des bilans s'élèvent respectivement à 4158 K€ et 170 191 000 K€. Quant à la taille relative maximale, elle concerne

l'acquisition en 2005 de la banque allemande « Bayerische HVB » par l'italien « UniCredito ». L'actif de la banque allemande est 2.5 fois supérieur à celui de son acquéreur italien.

Tableau 38 : Taille relative des établissements de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
t_rel	117	.1274761	.3481398	.0000244	2.524

Ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où les établissements acquéreurs retenus font parties des plus grandes capitalisations boursières européennes. De plus, leur politique est généralement axée sur l'acquisition d'entités de taille modeste dans d'autres pays de l'union européenne, tels que ceux de l'Europe de l'Est. Cela leur permet donc d'étendre leurs activités dans de nouveaux marchés en profitant du potentiel et des imperfections de ceux-ci. Nous pouvons citer dans ce contexte les différentes acquisitions menées par la Société Générale, sur la période étudiée, avec le rachat de la banque polonaise EuroBank (2005), spécialisée dans le crédit à la consommation, ou encore celui de Komerčni Banka en République tchèque (2006), Spalitska Banka en Croatie (2006), Geniki Bank en Grèce (2004) et d'autres acquisitions en Russie telles que celles de Promek Bank (2005) ou Rosbank (2006).

Dans le secteur bancaire, la taille relative est souvent appréciée à travers le rapport des totaux des actifs des cibles et des acquéreurs. Cette mesure a permis à Becher et Campbell (2004) de conclure que la taille de l'initiateur est en moyenne environ cinq fois supérieure à celle de la cible sur un échantillon de 146 F&A entre 1990 et 1999. Le même constat est effectué par Cybo-Ottone et Murgia (200) en Europe. Ils relèvent que le total bilan des banques acquéreuses est environ 4.5 fois supérieur à celui des banques cibles (taille relative=22.4%). Notre résultat, ajouté à celui de ces auteurs entre autres, montre que l'établissement acquéreur est souvent plus important que l'établissement acquis. Ce constat peut être expliqué par le fait que les acheteurs privilégient des cibles de petite taille dont l'activité est moins complexe et moins opaque. Pour eux, il serait plus aisé, lorsque la taille relative de la cible est réduite de mieux l'intégrer et de capturer toute source potentielle de création de valeur que la transaction permettrait.

1.4.4. Le statut de la cible

La prise en compte dans notre étude des cibles non cotées est d'autant plus important qu'elles constituent près de 72% du total des F&A de l'échantillon. Ainsi, seules 28% des cibles retenues sont cotées (tableau 39).

Tableau 39 : Statut des cibles de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
stat_c	124	.2822581	.4519242	0	1

Le poids des cibles privées dans le marché des F&A a été aussi vérifié par plusieurs auteurs. Fuller et al. (2002) trouvent que, sur un échantillon de 3135 cibles, 2060 d'entre elles étaient non cotées (soit 65.7% de l'échantillon). Le même constat est établi par Faccio et al. (2006), dont l'échantillon représentant les cibles privées constitue 83% d'un échantillon globale de 4429 cibles aux Etats-Unis. L'importance des cibles privées dans l'activité de F&A concerne aussi l'Europe. Redor (2007) constitue un échantillon de 1101 cibles dans lequel 109 opérations concernent des sociétés cotées, 553 concernent des cibles privées et 439 acquisitions portent sur des filiales.

Tous ces chiffres supposent donc que les cibles privées sont plus convoitées par les grands établissements que les cibles cotées. Cela est peut-être dû au potentiel que recèlent ces entités en matière de synergies ou encore aux réactions positives des marchés à l'annonce de leur achat. En effet, comme nous l'avons vu dans la revue de littérature, les cibles privées sont souvent associées à de meilleurs rendements pour l'acquéreur. L'une des explications réside dans l'effet liquidité suggéré par Koeplin, Sarin et Shapiro (2000). Pour ces derniers, les sociétés non cotées sont vendues avec une décote statistiquement significative par comparaison avec les sociétés cotées, du fait que les premières ne peuvent être vendues aussi facilement que les secondes. Cette faible liquidité rend donc les établissements privée moins précieux et onéreux.

1.4.5. La performance avant acquisition de l'acquéreur

Nous avons retenu l'indice de profitabilité **EBITDA/CA** pour apprécier la performance avant l'opération de l'établissement initiateur.

Le tableau ci-dessous montre que ce ratio indique un taux moyen de 37 %.

Tableau 40 : performance avant acquisition moyenne des acquéreurs de notre échantillon

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
perf_a	124	.3768194	.1130495	-.1683	.7793

Autrement-dit, pour chaque 100 € de CA, les établissements acquéreurs dégagent, en moyenne avant l'opération, un revenu de 37 € (avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions). Le taux de marge le plus bas concerne la banque allemande Commerzbank AG avec -16,8%, tandis

que le plus élevé, il concerne la banque italienne Mediobanca avec près de 78% de taux de marge brute.

Comme nous l'avons déjà souligné, le ratio de profitabilité EBITDA/CA est une mesure directe de la performance industrielle et commerciale. En effet, l'EBITDA correspond aux cash-flows opérationnels. Rapporтер ces derniers au volume des ventes permet de capturer, en dehors de toute « pollution » liée aux provisions, aux frais financiers, aux éléments exceptionnels, la capacité de l'entreprise à générer du résultat. Ainsi, ce ratio constitue un indicateur de référence pour les analyses sectorielles. Il a été utilisé dans le contexte des F&A par Hotchkiss et Mooradian (1998) qui relèvent un taux de marge moyen de 12% (un an avant l'acquisition), sur un échantillon de 55 firmes initiatrices. Ces auteurs ont trouvé que ce ratio est associé à de meilleurs rendements pour l'acquéreur à l'annonce d'acquisition de cibles en faillite. Nous vérifierons ultérieurement l'existence d'une association significative entre cet indicateur de performance passée de l'initiateur et ses rendements à l'annonce d'une opération de F&A.

📖 Après cette analyse descriptive des résultats, nous allons maintenant présenter ceux des analyses multivariées correspondant à chacune des équations de régression définies précédemment.

2. Présentation des résultats de la régression

Dans cette sous-section, nous allons présenter les résultats de la régression en distinguant ceux se rapportant à l'effet direct et ceux liés à l'effet indirect. Toutefois, avant procéder à une régression, il convient tout d'abord de vérifier les conditions de son application.

2.1. Vérification des conditions d'application de la régression multiple

Les conditions et hypothèses d'application de la régression portent sur les résidus du modèle et les variables explicatives de celui-ci.

En effet, dans le cadre de notre recherche empirique, nous analyserons les deux effets, direct et indirect, des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux, tout en contrôlant les autres déterminants de ces derniers, et ce, à travers les équations de régression décrites précédemment. Nous rappellerons celles-ci :

Equation 1 : $RAC = \beta_0 + \beta_1 c_surv + \beta_2 dualite + \beta_3 taille_c + \beta_4 ext_c + \beta_5 action_c + \beta_6 meth_p + \beta_7 prox_g + \beta_8 t_rel + \beta_9 stat_c + \beta_{10} perf_a + \varepsilon$

Equation 2 : $PRIME = \beta_0 + \beta_1 c_surv + \beta_2 dualite + \beta_3 taille_c + \beta_4 ext_c + \beta_5 action_c + \beta_6 meth_p + \beta_7 prox_g + \beta_8 t_rel + \beta_9 stat_c + \beta_{10} perf_a + \varepsilon$

Equation 3 : $RAC = \beta_0 + \beta_1 c_surv + \beta_2 dualite + \beta_3 taille_c + \beta_4 ext_c + \beta_5 action_c + \beta_6 meth_p + \beta_7 prox_g + \beta_8 t_rel + \beta_9 stat_c + \beta_{10} perf_a + \beta_{11} PRIME + \varepsilon$

Nous allons à présent vérifier ces hypothèses d'application de la régression pour chacune des trois équations, et qui portent sur les résidus de celles-ci ainsi que les variables exogènes.

⇒ *Hypothèses sur le terme d'erreur ε dans le cadre d'un modèle de régression multiple*

Le terme d'erreur est une variable aléatoire de moyenne, c'est-à-dire, $E(\varepsilon) = 0$.

Conséquence : pour des valeurs données de X_1, X_2, \dots, X_p , l'espérance mathématique de y est égale à : $E(y) = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots + a_pX_p$. Autrement-dit, l'ensemble des déterminants des rentabilités anormales et des primes de contrôle qui n'ont pas été retenus dans les trois modèles de régression est d'espérance nulle.

Quant à la variance du terme d'erreur, notée σ^2 , elle est la même pour toutes les valeurs des variables indépendantes X_1, X_2, \dots, X_p (Homoscédasticité).

Conséquence : la variance des RAC et des primes est égale à σ^2 , et est la même pour toutes les valeurs des déterminants X_1, X_2, \dots, X_p . En effet, puisque les résidus correspondent idéalement à des aléas de mesure, il n'y a pas de raison que la dispersion de ces résidus change en fonction des valeurs de la prédiction. Si la dispersion des résidus n'est pas homogène, on parle d'hétéroscédasticité.

L'identification de l'hétéroscédasticité passe par plusieurs tests, par exemple, le test de White ou encore celui de Breusch-Pagan.

Ce dernier test pose les hypothèses suivantes :

H₀ : Homoscédasticité

H₁ : Hétéroscédasticité

La commande *hettest* utilisée pour ce test sous STATA donne les résultats indiqués dans le tableau ci-dessous pour les trois régressions.

Tableau 41 : Test d'hétéroscédasticité de *Breusch-Pegan* pour les trois modèles de régression

Modèle de régression		Chi2	Prob>Chi2	Conclusion
<i>Equation 1</i>	RAC [-1, 1]	0.12	0.7338	Homoscédasticité
	RAC [-2, 2]	0.67	0.4124	Homoscédasticité
	RAC [-3, 3]	1.02	0.3119	Homoscédasticité
<i>Equation 2</i>	PRIME	0.98	0.3231	Homoscédasticité
<i>Equation 3</i>	RAC [-1, 1]	0.42	0.5149	Homoscédasticité
	RAC [-2, 2]	0.55	0.4569	Homoscédasticité
	RAC [-3, 3]	1.08	0.2986	Homoscédasticité

Avec des p-valeurs supérieurs au seuil de 10% pour chacune des régressions, on ne peut donc pas rejeter l'hypothèse H_0 . La variance des RAC et des primes est par conséquent constante et est la même pour toutes les valeurs de leurs déterminants.

L'autre hypothèse concernant le terme d'erreur est que les valeurs de ε sont indépendantes, c'est-à-dire que les covariances des erreurs sont nulles $Cov(\varepsilon_t, \varepsilon_i) = 0$; $t \neq i$. Cette condition signifie que la valeur de ε associée à une valeur particulière des différents déterminants des RAC et des primes n'est pas liée à la valeur de ε associée à d'autres valeurs de ces déterminants. Selon Falissard (1996), cette hypothèse concerne plus le cas des séries temporelles qui sont souvent porteuses d'autocorrélation entre les résidus.

Enfin, les erreurs doivent être distribuées selon une loi normale. Si le modèle est idéalement bon, alors les écarts que l'on constate entre les valeurs prédites et les valeurs observées (les résidus donc) sont entièrement imputables à des erreurs de mesure. De ce fait, les résidus doivent posséder les propriétés classiques d'une distribution normale : courbe en « cloche », symétrique autour de la valeur prédite, avec un aplatissement régulier des extrémités.

Conséquence : puisque $a_0, a_1, a_2, \dots, a_p$ sont constants pour des valeurs données de X_1, X_2, \dots, X_p , la variable dépendante y est également une variable aléatoire normalement distribuée.

La condition de normalité est généralement évaluée de manière graphique. Nous avons construit les différentes courbes de distribution normales à l'aide de la commande « *gladder* » sous Stata. Les graphiques sont en annexe 11.

Il ressort de ce dernier que la forme en « cloche » des graphiques indique que le terme d'erreur ε ainsi que chacune des rentabilités anormales cumulées et primes de contrôle sont normalement

distribuées. Ces résultats peuvent par ailleurs être consolidés à l'aide de tests statistiques tels que celui de *Kolmogorov-Smirnov*, *Shapiro-Wilk* ou encore le *Skewness -Kurtosis test*. Ce dernier test s'effectue sous Stata via la commande *sktest* selon les hypothèses suivantes :

H₀ : Les données suivent une loi normale

H₁ : Les données ne suivent pas une loi normale

Pour la commande *sktest*, elle est appliquée à une variable qu'on va nommer *residu* qui contient les valeurs des résidus. Les résultats de ce test sont indiqués en annexe 12.

La probabilité associée à chaque modèle est supérieure au seuil de 10%, donc on ne peut pas rejeter l'hypothèse H₀ de normalité.

Le *Skewness* mesure le degré d'asymétrie de la distribution. Un coefficient de *Skewness* compris entre 0 et 1 indique que la distribution est asymétrique vers la droite.

Le *Kurtosis* mesure le degré d'écrasement de la distribution. Un coefficient de *Kurtosis* proche de 0 indique une distribution platykurtique (relativement aplatie).

En somme, les représentations graphiques et le test de normalité *Skewness/Kurtosis* indiqués respectivement dans les annexes montrent que les données sont donc normalement distribuées.

➤ *Hypothèses sur les variables explicatives dans le cadre d'une régression multiple*

Ces hypothèses concernent donc les différents déterminants des RAC et des primes. Ils doivent être ***non aléatoires, exogènes*** (c'est-à-dire indépendantes du terme d'erreur) et ***linéairement indépendantes*** entre elles (non-multicolinéarité). Cette dernière condition permet d'assurer l'unicité de l'estimateur OLS.

Lorsque les variables indépendantes sont fortement corrélées (multicolinéarité), il n'est pas possible de déterminer l'effet propre d'une variable indépendante particulière sur la variable dépendante (Anderson et al., 2007). Les statisticiens ont développé plusieurs tests pour déterminer si l'ampleur de la multicolinéarité pouvait poser problème. Selon le test de la règle de raison, la multicolinéarité pose potentiellement problème si la valeur absolue du coefficient de corrélation entre deux variables indépendantes est supérieure à 0,8.

La matrice de corrélation des variables exogènes de notre modèle (annexe 13) montre que la valeur absolue de tous les coefficients de corrélation est inférieure à 0,8 ce qui indiquerait l'absence de potentiels problèmes liés à la multicolinéarité. Notons que la plus forte corrélation est associée aux variables « *c_surv* » et « *ext_c* », car les membres du conseil de surveillance sont

considérés comme administrateurs non-exécutifs. Toutefois, le coefficient de corrélation des deux variables reste inférieur au niveau accepté par la règle précitée.

Une fois ces conditions d'application de la régression vérifiées, nous analyserons les liens éventuels pouvant exister entre chacune des variables explicatives et de contrôle et les rendements anormaux cumulés, de manière directe ou indirecte à travers l'analyse des primes payées en tant que variable médiatrice. Nous présenterons dans un premier temps les résultats de chacune des régressions, avant de les discuter ultérieurement.

2.2. Effet direct des caractéristiques des conseils des établissements bancaires acquéreurs et des déterminants de la performance sur les rendements anormaux de ces derniers

Pour répondre à la première question de recherche, nous allons régresser les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur sur les caractéristiques de son conseil ainsi que sur d'autres déterminants pris comme variables de contrôle selon le modèle empirique suivant :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{c_surv} + \beta_2 \text{dualite} + \beta_3 \text{taille_c} + \beta_4 \text{ext_c} + \beta_5 \text{action_c} + \beta_6 \text{meth_p} + \beta_7 \text{proxi_g} + \beta_8 \text{t_rel} + \beta_9 \text{stat_c} + \beta_{10} \text{perf_a} + \varepsilon$$

Nous vérifierons ainsi l'ensemble des hypothèses associées à cet effet direct et qui concernent l'influence des variables indépendantes (H1d, H2d, H3d, H4d et H5d) et des variables de contrôle (H6d, H7d, H8d, H9d et H10d).

En effet, la prise en compte de ces variables de contrôle dans l'analyse améliore le pouvoir explicatif du modèle, c'est-à-dire, le pourcentage de la variation des rendements anormaux expliquée par l'équation estimée de la régression. Ainsi, pour cette relation directe, les coefficients de détermination passent de 11.55% à 26.33%, 5.73% à 13.26% et 2.30% à 8.17% respectivement pour les fenêtres (-1, 1), (-2, 2) et (-3, 3) (Cf. Annexe 14).

L'annexe 14 donne les résultats de la régression associés à l'effet direct conseil/performance, en tenant compte des autres déterminants de celle-ci. Cette relation sera donc appréhendée sur les trois fenêtres d'événement retenues. Nous pouvons synthétiser ces résultats dans le tableau ci-dessous :

Tableau 42 : résultats de la régression linéaire multiple associée à l'étude de la relation directe

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
<i>Variables explicatives</i>									
c_surv	-0.0088	-2.16	0.033**	-0.0055	-0.92	0.362	-0.0061	-0.93	0.357
dualité	-0.0058	-2.14	0.035**	-0.0079	-1.97	0.051*	-0.0055	-1.26	0.212
taille_c	0.0001	0.52	0.608	-0.0001	-0.54	0.589	-0.0002	-0.60	0.550
ext_c	0.0157	2.27	0.025**	0.0138	1.68	0.095*	0.0118	1.07	0.289
action_c	-0.0007	-1.65	0.101	-0.0000	-0.10	0.919	0.0002	0.42	0.677
<i>Variables de contrôle</i>									
meth_p	0.0086	4.22	0.000***	0.0085	2.84	0.005***	0.0066	2.01	0.047**
proxi_g	0.0005	0.27	0.784	0.0010	0.39	0.694	0.0011	0.38	0.703
t_rel	0.0034	1.38	0.171	0.0061	1.67	0.097*	0.0054	1.33	0.188
stat_c	-0.0019	1.02	0.312	-0.0027	-0.94	0.350	-0.0048	-1.53	0.129
perf_a	-0.0124	-1.43	0.157	-0.0094	-0.74	0.462	-0.0120	-0.86	0.394

Significatifs à 10% (), 5% (**) et 1% (***)*

La significativité globale traduite par le test F de Fisher diffère selon la fenêtre événementielle retenue, comme indiqué dans le tableau suivant :

Tableau 43 : Test de Fisher associé à chaque fenêtre d'événement dans l'analyse de l'effet direct

Equation	RMSE	"R-sq"	F	P
RAC_1	.0088699	0.2633	3.609149	0.0004
RAC_2	.0130843	0.1326	1.543775	0.1349
RAC_3	.0142943	0.0817	.899076	0.5370

Etant utilisé pour déterminer s'il existe une relation significative entre la variable dépendante et l'ensemble des variables exogènes, ce test indique que la fenêtre réduite de trois jours est celle qui donne l'association la plus significative entre les rendements anormaux cumulés et l'ensemble des variables du modèle. Ainsi, avec un F de Fisher de 3.609, la régression des rendements cumulés entre -1 jour et +1 jour sur les caractéristiques du conseil et les autres variables de contrôle est significative au seuil de 1% ($p=0.0004$). De plus, le coefficient de détermination (R^2 ou R-sq) est de 26.33% sur cette fenêtre, comme nous l'avons déjà souligné, montrant que le pourcentage de la

variation des rendements anormaux expliquée par l'équation estimée de la régression est plus élevé sur (-1j, +1j) autour de l'annonce. Sur les deux autres fenêtres d'événement, les tests de Fisher associés ne sont pas significatifs au seuil de 10%.

Nous reviendrons à présent sur l'ensemble des résultats du tableau 42 concernant l'effet direct de chacune des caractéristiques du conseil ainsi que des autres déterminants de la performance contrôlés sur les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur.

2.2.1. Variables explicatives

Nous présenterons les résultats relatifs à l'impact direct des variables explicatives, c'est-à-dire, de chacune des caractéristiques du conseil sur les rendements anormaux des établissements.

➤ Influence de la forme du conseil de l'acquéreur sur ses RAC

La mise en relation de la forme du conseil de l'acquéreur et de sa performance permet d'infirmer ou de confirmer la proposition *H1d*. Cette dernière stipule que, *la forme bicamérale à directoire et conseil de surveillance d'une banque acquéreuse a une influence positive sur la performance boursière de celle-ci*. Le choix du signe positif de la relation est guidé par les prescriptions de la théorie de l'agence associant la performance d'une firme à sa capacité de séparer les fonctions stratégiques de décision et de contrôle.

Toutefois, le résultat qui ressort du tableau 42 précédent, dont un extrait est présenté ci-dessous, est contraire à la proposition H1d. En effet, nous avons relevé une relation négative (coef.< 0) entre la forme duale du conseil et les rendements des banques acquéreuses européennes. Cette relation négative n'est toutefois significative que sur la fenêtre (-1, +1) au seuil de 5%.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
c_surv	-0.0088	-2.16	0.033**	-0.0055	-0.92	0.362	-0.0061	-0.93	0.357

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Ce résultat semble alors davantage en ligne avec les prescriptions de la théorie de l'intendance « *stewardship* » que celles de la théorie de l'agence. Selon la première approche, la non séparation institutionnelle du pouvoir et du contre-pouvoir devrait conduire à une meilleure performance

dans la mesure où elle présente un *leadership* clair lors de la définition et l'implémentation de la stratégie.

Cette incidence négative de la forme bicamérale sur la performance a été aussi relevée par certains auteurs, qui soulevaient au départ l'hypothèse d'une relation positive comme nous l'avons formulée dans le contexte des F&A. Nous pouvons en citer Brickley et al. (1997) et Westphal et Zajac (1995). Pour les premiers, la forme duale peut induire deux types de coûts d'agence : des coûts de contrôle du comportement du président et des coûts d'information liés au transfert de celle-ci entre le dirigeant et le président du conseil. Notons que les études portant sur le lien conseil de surveillance/performance diffèrent au regard des mesures de performance utilisées (mesures comptables, mesures boursières, faillite). Et comme il n'existe pas, à notre connaissance, d'études reliant la forme du conseil à la performance des stratégies de F&A, notre étude semble, à l'instar de celles précitées, infirmer l'impact positif du système bicéphale sur la performance de manière générale et celle d'un établissement acquéreur de manière particulière.

➔ *Influence de la dualité de direction sur les RAC de l'acquéreur*

L'analyse de cette influence est associée à l'hypothèse **H2d** qui suppose que, **le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil de l'acquéreur a une incidence négative sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'acquisition.**

Comme pour la variable précédente, nous avons supposé une relation négative en ligne avec la perspective de l'agence. Cette dernière considère que le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA permet aux dirigeants de défendre plus aisément les projets qu'ils ont initiés et mis en œuvre, même si ceux-ci ne créent pas de valeur pour les actionnaires (Thaddée et Ndonzuau, 2000).

Les résultats indiqués dans le tableau 42 semblent appuyer ce constat. En effet, le coefficient de régression est négatif et il est significatif sur la fenêtre (-1, +1) au seuil de 5% et sur (-2, +2) au seuil de 10%.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
dualité	-0.0058	-2.14	0.035**	-0.0079	-1.97	0.051*	-0.0055	-1.26	0.212

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Ces résultats rejoignent ceux de Desai et al. (2003), Mortazavi (1993) et Masulis et al. (2007). Ces auteurs trouvent une relation négative et significative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil. Ils soutiennent que la non séparation entre les fonctions de décision (initiation et mise en œuvre de la stratégie) et de contrôle des décisions (ratification et contrôle de la stratégie) entraîne des coûts d'agence impactant négativement la performance de la stratégie implémentée et la perception de cette dernière par le marché financier.

➔ *Influence de la taille du conseil de l'acquéreur sur ses RAC*

Etant donné que les tenants de la perspective de l'agence soutiennent que les conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs favorisent la domination des dirigeants et crée éventuellement des conflits d'intérêt entre les administrateurs et les managers, nous avons supposé une relation négative entre la taille du conseil d'une banque initiatrice et sa performance boursière (proposition **H3d**). Donc d'après cette dernière, ***une taille élevée du conseil de la banque acquéreuse a une influence négative sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération.***

Toutefois, le tableau 42 indique une absence de relation significative sur l'ensemble des fenêtres événementielles. En outre, le coefficient de régression associé à cette variable est positif sur la fenêtre (-1, +1) et négatif sur (-2, +2) et (-3, +3). Il semble donc être plus cohérent dans ces deux dernières fenêtres avec le signe de la relation dans l'hypothèse H3d.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
taille_c	0.0001	0.52	0.608	-0.0001	-0.54	0.589	-0.0002	-0.60	0.550

Significatifs à 10% (), 5% (**) et 1% (***)*

Certains auteurs ont également conclu à une absence de relation entre la taille du conseil de l'acquéreur et la performance de ce dernier. Masulis et al. (2007) ainsi que Lehn et Zhao (2006) n'ont détecté aucun impact du nombre d'administrateurs siégeant au conseil des firmes initiatrices sur les rentabilités anormales de celles-ci. La même conclusion est relevée par Subrahmanyam et al. (1997) et Hagendorff et al. (2008) dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Europe. Ils ne mettent en évidence aucune influence de la taille des conseils sur les rendements anormaux entourant la date d'annonce. A côté de ces résultats soulignant l'absence de relation significative,

d'autres auteurs ont pu valider l'existence d'un lien entre la taille du conseil et la performance des opérations de F&A. La relation mise en avant est donc soit négative, conformément à la perspective de l'agence (Brown et Maloney, 1999 ; Lipton et Lorsch, 1992), soit positive, justifiée par les auteurs d'après la théorie de la dépendance des ressources (Adams et Mehran, 2005). Les résultats des travaux empiriques sur cette question paraissent donc très mitigés.

➤ *Influence de la proportion des membres externes dans le conseil de l'acquéreur sur ses RAC*

L'analyse de cette influence permet de vérifier la proposition **H4d** stipulant que, **la domination du conseil de l'acquéreur par des membres externes (non-exécutifs) a une incidence positive sur sa performance boursière autour de la date d'annonce de l'opération**. Comme pour les variables précédentes, cette association positive est conforme aux arguments avancés par les théoriciens de l'agence. Pour ces derniers, les administrateurs externes sont recrutés pour leurs compétences et leur indépendance à l'égard des dirigeants, ce qui leur permet de s'opposer aux décisions les plus contestables (Weisbach 1988).

Notre résultat indiqué dans le tableau 42 confirme cette hypothèse. En effet, le coefficient de régression associé à cette variable est positif. De plus, il est significatif sur les deux fenêtres (-1, +1) et (-2, +2) respectivement au seuil de 5% et 10%.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
ext_c	0.0157	2.27	0.025**	0.0138	1.68	0.095*	0.0118	1.07	0.289

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Ce résultat converge avec celui de plusieurs auteurs tels que Byrd et Hickman (1992) ou Johnson, Hoskisson et Hitt (1993). Ils relèvent que les firmes initiatrices d'une offre publique visant à prendre le contrôle d'une autre société, présentent une rentabilité anormale plus élevée si leurs conseils ont une majorité d'administrateurs externes. De même, You et al. (1986) constatent que les rendements négatifs obtenus par les initiateurs sont accentués par deux facteurs susceptibles de pousser les dirigeants à poursuivre leur propre fonction d'utilité. Il s'agit de leur participation dans le capital et la domination des CA par des membres internes, qui ne peuvent s'opposer aux dirigeants sans compromettre leur avenir dans l'entreprise.

Dans le secteur financier, Cornett, Hovakimian, Palia et Tehranian (2003) trouvent également une relation positive et significative entre la performance de l'acquéreur et l'indépendance des

conseils, malgré la présence d'une forte régulation bancaire dans certains états américains. Cette conclusion constitue, selon les auteurs, un appui à l'hypothèse de complémentarité entre les mécanismes de gouvernance (en l'occurrence l'indépendance des CA) et la régulation du secteur. Notons que même si la tendance des travaux empiriques paraît favorable à la présence des membres externes, certains auteurs n'ont validé aucun lien entre l'indépendance des conseils et la performance des F&A (Hagendorff, Collins et Keasey, 2008 dans le secteur bancaire européen), ou au contraire à une relation négative entre la proportion des externes présents au conseil de l'initiateur et la performance de celui-ci (Subrahmanyam, Rangan et Rosenstein, 1997 dans le secteur bancaire américain).

⇒ *Influence du pourcentage du capital détenu par les membres du conseil de l'acquéreur sur les RAC*

Selon la proposition **H5d**, la détention par les membres du conseil d'un établissement acquéreur d'un pourcentage du capital a une incidence positive sur ses rendements anormaux autour de la date d'annonce de l'opération. Cette hypothèse est justifiée par le fait que les théoriciens de l'agence soutiennent qu'un actionnariat significatif des administrateurs permet d'accroître leur diligence et leur implication, dans la mesure où ils supportent une fraction élevée du coût généré par les mauvaises décisions. Dans ce sens, Minow et Bingham (1995) affirment que le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même un actionnaire.

Toutefois, les résultats que nous avons obtenus ne semblent valider aucune relation significative entre l'actionnariat des membres du conseil de l'acquéreur et les rendements anormaux de celui-ci.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
action_c	-0.0007	-1.65	0.101	-0.0000	-0.10	0.919	0.0002	0.42	0.677

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Le coefficient de régression est négatif sur les fenêtres (-1, 1) et (-2, 2), ce qui s'oppose au sens de la relation supposée dans H5d. Malgré que cette causalité ne soit pas significative, le signe négatif obtenu est plus cohérent avec la thèse de l'enracinement que celle de la convergence des intérêts. Conformément à la première approche, une participation significative des membres internes ou du directoire dans le capital implique aussi un plus grand contrôle de l'établissement et, dès lors, une

capacité accrue pour les dirigeants et administrateurs propriétaires de prendre et d'approuver des décisions en leur faveur au détriment des autres actionnaires.

L'absence d'incidence significative de l'actionnariat des administrateurs (notamment externes) a été aussi validée par Hayward et Hambrick (1997). Ces derniers ont associé cet actionnariat au degré de vigilance du conseil à l'occasion de F&A. Toutefois, ils ont trouvé que cette vigilance dépend davantage de la proportion des externes que de leur participation dans le capital des firmes initiatrices.

2.2.2. Variables de contrôle

Nous présenterons maintenant les résultats de la régression des rendements boursiers des banques acquéreuses sur chacun des déterminants de la performance contrôlés.

➔ *Influence de la méthode de paiement sur les RAC de l'acquéreur*

Selon l'hypothèse **H6d** formulée précédemment, *les établissements financiers initiateurs enregistrent une réaction positive à l'annonce d'une acquisition financée par cash*. Cette proposition est conforme avec l'hypothèse du contenu informationnel formulée par Myers et Majluf (1984) ou encore avec celle des *free cash-flows* formulée par Jensen (1986). Selon la première, une offre d'acquisition en actions sera perçue par le marché comme signe de surévaluation des titres en question. Tandis que la seconde, elle considère les acquisitions payées en espèces comme moyen de réduction des coûts d'agence inhérents à ces liquidités excédentaires. Le résultat que nous avons trouvé est en accord avec ces deux conceptions. En effet, il ressort du tableau 42 une relation positive et très significative sur les trois fenêtres d'événement entre les rendements anormaux et l'utilisation du cash comme moyen de paiement. Ainsi, le coefficient de régression est de l'ordre de 0.8% sur (-1, +1) et (-2, +2), significatif à 1%.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
meth_p	0.0086	4.22	0.000***	0.0085	2.84	0.005***	0.0066	2.01	0.047**

Significatifs à 10% (), 5% (**) et 1% (***)*

Sur la fenêtre d'une semaine autour de la date de la transaction, ce coefficient est de 0.6% significatif à 5%.

Ce résultat semble donc appuyer celui de Travlos (1987), l'un des premiers auteurs validant la conception de l'asymétrie informationnelle de Myers et Majluf (1984). Cet auteur a mis en évidence des rentabilités anormales négatives pour les firmes initiatrices lors des opérations financées en titres et des rentabilités anormales nulles ou positives lors des opérations financées en *cash*. Plusieurs autres résultats américains et européens portant sur l'impact du mode de paiement confirment aussi cette association. Nous en citerons les résultats de Asquith et al. (1990), Servaes (1991), Andrade et al. (2001) ou encore Campa et Hernando (2009). Ces travaux appuient donc le constat de Tessema (1989) concluant que le marché considère une offre en titres comme étant moins séduisante qu'une offre en cash. D'autres études menées dans le secteur bancaire ont également abouti à ce même résultat. Baradwaj, Dubofsky et Fraser (1991) relèvent sur un échantillon de F&A bancaires américaines (intra-Etats et inter-Etats) des gains supérieurs lorsque les établissements initiateurs offrent du cash. Des résultats similaires dans le secteur financier ont été aussi mis en avant par Cornett et al. (2003) et Grullon et al. (1997).

➤ *Influence de la proximité géographique sur les RAC de l'acquéreur*

L'analyse de cette influence nous permettrait de vérifier la validité de l'hypothèse **H7d** dans notre échantillon de banques initiatrices européennes. Selon cette hypothèse, ***l'annonce d'opérations domestiques génère des rendements anormaux positifs pour les banques acquéreuses.***

En effet, cette proposition est en accord avec les résultats obtenus par plusieurs auteurs dans le cadre des rapprochements dans le secteur bancaire (Houston et Ryngaert, 1997 ; de Beitel et al., 2003) ou encore dans d'autres secteurs (Cakici et al., 1996 ; Eckbo et Thornburn, 2000 ; Moeller et Schlingemann, 2005). Les arguments qui sont souvent soulevés pour justifier les rendements anormaux supérieurs dans le cas d'une transaction domestique, contrairement à une opération transfrontière, considèrent ces dernières comme très porteuses d'asymétries informationnelles. Ainsi, le risque de surévaluation et de versement de primes élevées est plus grand lors de l'acquisition d'une cible étrangère, ce qui impacterait négativement les rendements anormaux de l'initiateur (Officer et al., 2009).

Notre résultat, indiqué dans le tableau 42, ne relève pas d'association significative entre la proximité géographique des établissements bancaires engagés et la performance boursières des initiateurs.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
proxi_g	0.0005	0.27	0.784	0.0010	0.39	0.694	0.0011	0.38	0.703

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Même si le coefficient de régression est positif sur les trois fenêtres d'événement, l'absence de significativité ne nous permet pas de conclure en faveur des F&A domestiques. Ce résultat rejoint celui de Hamza (2007) dont l'étude a porté sur des entreprises acquéreuses françaises. Pour ce dernier, l'absence de causalité entre les RAC et la diversification géographique montre une indifférence du marché en présence d'une stratégie de développement international par rapport aux opérations de recentrage géographique. Cela est d'autant plus vrai pour les grandes banques de notre échantillon, qui sont de nature universelle et à vocation internationale. Ces banques ont cumulé simultanément diversification et croissance en dehors de leurs frontières, ce qui pourrait expliquer l'indifférence des marchés à l'annonce par ces établissements d'opérations nationales ou internationales.

➤ Influence de la taille relative de la cible sur les RAC de l'acquéreur

Selon la proposition **H8d** que nous avons formulée, **plus la taille de la cible, par rapport à celle de l'acquéreur, est faible, plus le marché anticipe une meilleure intégration se traduisant par des rendements anormaux supérieurs pour l'initiateur.**

Certains auteurs, tels que Al-Sharkas (2001) ou encore Subrahmanyam et al. (1997) et Hawawini et Swary (1990) dans le secteur bancaire, ont pu valider cette relation négative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et la taille relative de la cible.

De manière générale, l'analyse de cette causalité présente des résultats très mitigés. En ce qui concerne notre échantillon, le tableau 42 indique une association positive (coef. > 0), mais qui n'est toutefois significative que sur la fenêtre (-2, +2) au seuil de 10%.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
t_rel	0.0034	1.38	0.171	0.0061	1.67	0.097*	0.0054	1.33	0.188

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Ce résultat semble donc ne pas confirmer la proposition H8d ainsi que les travaux des auteurs cités. En revanche, il est en adéquation avec les conclusions de Fuller et al. (2002) et Asquith et al.

(1983) sur la fenêtre (-2, +2). Pour ces auteurs, plus la taille relative de la cible est importante plus la rentabilité anormale moyenne est élevée pour la firme acquéreuse. Asquith et al. (1983) relèvent qu'en moyenne, l'acquisition d'une cible de moitié plus petite que l'initiateur entraîne pour celui-ci des RAC supérieurs de 1,8% par rapport à ceux engendrés par une opération impliquant une cible ne pesant que 10% de la valeur de l'acquéreur.

Par ailleurs, sur la fenêtre réduite (-1, +1) et celle d'une semaine (-3, +3), la relation positive n'est pas significative, ce qui rejoint la conclusion de Hamza (2007) dans le contexte français. Il trouve que le rapport des tailles entre la cible et l'acquéreur mesuré en valeur comptable, en valeur de marché et en fonds propres n'a aucun pouvoir explicatif significatif et ne semble pas être différenciateur quant au potentiel de création de valeur pour l'acquéreur. Le même résultat est obtenu par Ben Amar et al. (2009) au Canada et Beitel et al. (2003) dans le secteur bancaire européen. Ces derniers auteurs ont analysé les facteurs de succès des F&A des banques en Europe. Ils concluent que la taille relative des établissements n'a aucune incidence significative sur les gains des acquéreurs.

➤ Influence du statut de la cible sur les RAC de l'acquéreur

L'analyse de ce « *listing effect* » nous permettra de vérifier l'hypothèse **H9d**, stipulant que ***l'acquisition d'une banque non cotée produit des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur.*** En effet, cette hypothèse est justifiée par la théorie de la prime de liquidité (Koeplin et al., 2000) soutenant que les cibles non cotées ne peuvent être vendues aussi facilement que les sociétés cotées. Cela rend donc les premières moins attractives et moins précieuses, et par conséquent vendues avec une décote statistiquement significative en comparaison avec les sociétés cotées, ce qui se répercuterait positivement sur les rendements des établissements initiateurs.

L'extrait ci-dessous du tableau 42 indique une absence de relation significative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et le statut de la cible.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
stat_c	-0.0019	1.02	0.312	-0.0027	-0.94	0.350	-0.0048	-1.53	0.129

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Il ressort aussi du tableau que le coefficient de régression associé à la variable binaire « stat_c » (prenant 1 lorsque la cible est cotée) est négatif. Sans que ce coefficient ne soit significatif, les

rendements anormaux semblent être négativement liés à l'annonce d'acquisition de cibles cotées. Ben Amar et al. (2009) relèvent un résultat similaire dans le contexte canadien, c'est-à-dire, une absence d'influence significative du statut de la cible sur la performance de l'acquéreur.

➔ *Influence de la performance avant acquisition de l'acquéreur sur ses RAC*

Selon la proposition **H10d**, *plus la performance avant acquisition de l'acquéreur est élevée, plus ses rendements anormaux sont faibles à l'annonce de l'opération*. Cette hypothèse est en ligne avec celle de l'hubris (Roll, 1969). Ainsi, en adoptant cette conception, Rau et Vermaelen (1998) stipulent que les dirigeants de firmes à hauts rendements historiques et à grande croissance de flux monétaires et de bénéfices sont plus enclins à surestimer leur potentiel à mener à bien une acquisition et à gérer la nouvelle entité.

Les résultats indiqués au tableau 42 valident le signe de la relation supposée dans H10d. Toutefois, le coefficient négatif relevé n'est significatif sur aucune des trois fenêtres d'événement.

(EXTRAIT DU TABLEAU 42)

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
perf_a	-0.0124	-1.43	0.157	-0.0094	-0.74	0.462	-0.0120	-0.86	0.394

Significatifs à 10% (), 5% (**) et 1% (***)*

Selon Hayward et Hambrick (1997), l'Hubris des managers des établissements initiateurs est lié à leurs performances pré-F&A, entre autres facteurs. Si ces auteurs ont pu valider cette hypothèse dans le contexte américain, nos résultats en Europe ne vont pas dans ce même sens, malgré la mise en évidence d'une relation négative mais qui reste cependant non significative.

2.3. Effet médiateur de la prime sur la relation indirecte entre les caractéristiques des conseils ainsi que des déterminants contrôlés et la performance boursière de l'acquéreur

L'analyse de cet effet a pour finalité de répondre à la deuxième question de recherche dont l'objectif est de vérifier l'existence d'un effet médiateur de la prime d'acquisition sur la relation entre chacune des caractéristiques du conseil de l'acquéreur et la rentabilité anormale de celui-ci. Nous contrôlerons aussi les mêmes variables car ces dernières sont aussi bien des déterminants de la prime que de la performance comme il ressort de la littérature.

Ainsi, afin d'étudier cette médiation, nous adopterons l'approche de Baron et Kenny (1986). Ces derniers présentent une série de quatre tests successifs et nécessaires pour tester l'effet médiateur de la variable « prime » dans le processus d'impact de l'ensemble des variables indépendantes et de contrôle sur la variable dépendante « RAC ».

La première étape de ce test consiste à vérifier l'existence d'une relation directe entre chacune des variables exogènes et les RAC, selon l'équation de régression suivante :

$$(1) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

Les résultats de cette régression multiple ont été déjà décrits dans l'étude de l'effet direct. Ils sont présentés dans le tableau 42.

Notons que cette première étape est importante dans la mesure où elle met en évidence l'ensemble des relations à médialiser. Ainsi, le test de significativité associé à chacune des variables rend compte de ces relations. Il découle ainsi du tableau 42 que les associations significatives entre les RAC et les variables exogènes sont :

Tableau 44 : Les relations significatives (avec seuil de significativité) dans l'analyse de l'effet direct

Variables	RAC (-1, 1)	RAC (-2, 2)	RAC (-3, 3)
	Significativité	Significativité	Significativité
<i>Variables explicatives</i>			
c_surv	Oui (5%)	NS	NS
dualité	Oui (5%)	Oui (10%)	NS
taille_c	NS	NS	NS
ext_c	Oui (5%)	Oui (10%)	NS
action_c	NS	NS	NS
<i>Variables de contrôle</i>			
meth_p	Oui (1%)	Oui (1%)	Oui (5%)
proxi_g	NS	NS	NS
t_rel	NS	Oui (10%)	NS
stat_c	NS	NS	NS
perf_a	NS	NS	NS

NS : Non Significative

Nous verrons à présent comment ces relations significatives directes seront affectées par l'introduction du facteur médiateur, c'est ce qui nous amène vers la deuxième étape de la démarche de Baron et Kenny.

Cette deuxième étape a pour but de vérifier l'influence des caractéristiques du conseil de l'initiateur et des autres déterminants sur le niveau de la prime versée aux actionnaires de la banque cible. Le modèle de régression linéaire se présente ainsi comme suit :

$$(2) \text{ PRIME} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \varepsilon$$

Cette étape est donc essentielle pour s'assurer de l'existence du rôle médiateur de la prime de contrôle.

Une fois cette étape vérifiée, il faudra ensuite effectuer une régression de la performance de l'acquéreur sur à la fois les caractéristiques de son conseil et la prime de contrôle payée (équation 3).

$$(3) \text{ RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{ c_surv} + \beta_2 \text{ dualite} + \beta_3 \text{ taille_c} + \beta_4 \text{ ext_c} + \beta_5 \text{ action_c} + \beta_6 \text{ meth_p} + \beta_7 \text{ proxi_g} + \beta_8 \text{ t_rel} + \beta_9 \text{ stat_c} + \beta_{10} \text{ perf_a} + \beta_{11} \text{ PRIME} + \varepsilon$$

En effet, pour cette dernière équation, afin de vérifier l'influence de la prime sur la performance, il n'est pas suffisant de faire la régression des RAC sur la variable médiatrice, car les deux sont causés par les variables exogènes. Donc, il faut contrôler ces dernières afin d'établir la médiation. Nous allons maintenant présenter les résultats des deux équations de régression (2) et (3) avant de conclure sur la présence et le type de médiation.

2.3.1. Influence des caractéristiques du conseil et des déterminants contrôlés sur le niveau des primes versées : présentation des résultats de la régression

L'analyse de cette influence est associée à l'équation de régression (2) dont les résultats se présentent comme suit :

Tableau 45 : Résultats de la régression de la prime sur les variables explicatives et de contrôle

Prime	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
c_surv	45.38253	23.16512	1.96	0.053*	- .5708385 91.33589
dualité	-21.93924	15.56552	-1.41	0.162	-52.81704 8.93857
taille_c	-2.817342	1.2433	-1.27	0.206	-5.283715 -.3509692
ext_c	-53.52735	39.19348	-1.67	0.097*	-131.2767 24.22198
action_c	.868994	2.369151	0.37	0.715	-3.830764 5.568752
meth_p	-24.43737	11.62615	-2.10	0.038**	-47.50053 -1.374213
proxi_g	-11.1513	10.34749	-1.08	0.284	-31.67794 9.375338
t_rel	-25.90041	14.35627	-1.60	0.112	-54.37939 2.57856
stat_c	25.82183	11.04753	1.34	0.183	3.906505 47.73715
perf_a	139.778	49.33853	2.83	0.006***	41.90362 237.6524
_cons	98.27815	36.13451	2.72	0.008	26.597 169.9593

Significatifs à 1% (***), 5% (**) et 10% (*)

Number of obs = 112
 F(10, 101) = 2.87
 Prob > F = 0.0035
 R-squared = 0.2210
 Adj R-squared = 0.1439
 Root MSE = 50.226

Cette régression fait ressortir un test de significativité globale de Fisher égale à 2.87, très significatif à 1%. Le coefficient de détermination R^2 montre que le pourcentage de la variation de la prime de contrôle expliqué par l'équation de régression est de 22.10%. En l'absence des autres déterminants dans le modèle, le coefficient de détermination est seulement de 6.93% (avec un F de Fisher de 1.68 non significatif à 10%) (cf. annexe 15), ce qui plaide en faveur du contrôle de ces déterminants.

Nous reviendrons à présent sur les résultats du tableau 45 de la régression (2). Ces résultats nous permettront de vérifier partiellement les hypothèses formulées précédemment et qui concernent l'analyse de l'effet médiateur. Nous rappellerons ces hypothèses dans le tableau suivant :

Tableau 46 : Hypothèses de recherche relatives à l'analyse de l'effet médiateur

Forme du conseil	H1m : La forme bicamérale du conseil de l'acquéreur (directoire et conseil de surveillance) influence positivement ses rendements anormaux grâce à des primes versées moins élevées.
Dualité de direction	H2m : La dualité de direction influence négativement les rendements anormaux à cause de primes versées plus élevées.
Taille du conseil	H3m : L'accroissement de la taille du conseil influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes versées plus élevées.
Proportion des Membres externes (non-exécutifs)	H4m : La domination du conseil par des membres externes (non-exécutifs) influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées mieux maîtrisées.
Pourcentage du capital détenu par les membres du conseil	H5m : Le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées moins élevées.
Méthode de paiement	H6m : L'utilisation du cash comme moyen de paiement influence positivement les

	rendements anormaux de l'initiateur grâce à de primes versées moins élevées.
Diversification géographique	H7m : Les opérations domestiques sont positivement associées aux rendements anormaux des banques acquéreuses grâce à des primes versées moins élevées.
Taille relative de la cible	H8m : L'augmentation de la taille relative de la cible influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes négociées plus élevées.
Statut de la cible	H9m : L'acquisition de cibles non cotées influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées.
Performance avant acquisition de l'acquéreur	H10m : La performance avant acquisition des banques acquéreuses influence négativement leurs rendements anormaux du fait de primes versées plus élevées.

➤ Influence des caractéristiques du conseil

Les H1m à H5m seront vérifiées partiellement, c'est-à-dire, seulement par rapport à l'impact de chacune des caractéristiques du conseil des banques acquéreuses sur les primes de contrôle versées. L'incidence sur les RAC sera analysée à l'issue de la présentation des résultats de l'équation (3).

i) Incidence de la forme du conseil sur la prime

La relation supposée dans la première hypothèse associe la forme bicamérale du conseil d'une banque acquéreuse à des niveaux de primes moins élevés. L'argument central à cette proposition tient de la conception de l'agence considérant la séparation des fonctions de décision et de contrôle comme le meilleur moyen d'évaluation et d'appréciation des actions du management. Ainsi, le niveau des primes négociées par le management serait mieux contrôlé dans ce système bicéphale.

Le résultat indiqué dans le tableau 45 montre une association significativement positive (au seuil de 10%) entre l'adoption du conseil de surveillance par l'acquéreur et le niveau des primes versées par ce dernier (coef.>0, t =1.96, p = 0.053).

Le signe positif du coefficient de régression n'est pas en accord avec la proposition de départ. Ce résultat ne semble donc pas favorable aux conseils de surveillance, comme le préconisait la théorie de l'intendance « *stewardship* ». Selon celle-ci, la séparation institutionnelle des fonctions de direction et de contrôle devrait conduire à une faible performance dans la mesure où elle présente un leadership moins clair lors de la définition et l'implémentation de la stratégie. Ainsi, comme le souligne Brickley et al. (1997), ce problème de leadership peut induire des problèmes de contrôle mutuel, d'informations et de communication, ce qui pourrait affecter les discussions au sein du conseil lors de l'évaluation d'une cible et de la prime qu'elle percevra.

ii) Incidence de la dualité de direction sur la prime

Dans la seconde hypothèse, le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil est associé positivement aux primes payées. L'argument qui sous-tend cette proposition est similaire à celui de la variable précédente considérant la dualité comme étant contraire au principe de séparation des fonctions de décision et de contrôle. Cela signifie donc que le niveau le plus élevé dans la structure de contrôle des décisions (le conseil d'administration) est occupé en même temps par le niveau le plus élevé des décisions (le directeur général) (Fama et Jensen, 1983). De plus, selon Hayward et Hambrick (1997), le poste de PDG conduit à accroître le l'égo et le pouvoir du directeur ce qui pourrait l'amener dans le contexte des acquisitions à surpayer celles-ci.

Le résultat indiqué dans le tableau 45 ne confirme pas le signe positif supposé dans la relation dualité/prime. Nous avons obtenu un coefficient de régression négatif indiquant que la dualité de direction contribue à la réduction des primes versées, ce qui ne va pas dans le sens de l'hypothèse formulée. Toutefois, l'absence de significativité ne nous permet pas de confirmer cette association. Ce constat est similaire à celui de Alarakhia (2010), dont l'étude a porté sur 80 transactions de F&A américaines entre 2004 et 2007. Elle ne relève aucun impact significatif de la dualité sur la prime de contrôle. A contrario, l'étude de Hayward et Hambrick (1997) relève une relation significative mais négative entre le cumul des fonctions de président et de directeur général et le niveau des primes versées, ce qui semble antinomique à la thèse de l'hubris.

iii) Incidence de la taille du conseil sur la prime

Dans l'hypothèse portant sur le lien indirect taille du conseil/RAC, nous avons supposé que la présence d'un nombre élevé d'administrateurs au sein du conseil d'une banque initiatrice entraînerait le versement d'une prime plus élevée pour conclure la transaction. Cette proposition est en adéquation avec les arguments de la perspective de l'agence. Pour celle-ci, la taille élevée du CA favorise la domination du dirigeant en faisant naître des coalitions et des conflits de groupe (Jensen, 1993). De ce fait, Alarakhia (2010) considère que la taille du conseil peut avoir une incidence négative sur sa vigilance lors des négociations des termes d'une acquisition (prime de contrôle, moyen de paiement, etc.).

Il ressort des résultats du tableau 45 que la taille du conseil n'a pas d'incidence significative sur les primes versées. Le coefficient de régression est de -2.8 (avec t de Student = -1.27 ; p = 0.206), infirmant également le sens de la relation supposée.

iv) Incidence de la proportion des membres externes sur la prime

Dans la 4^{ème} hypothèse de recherche, nous avons associé l'accroissement de la proportion des administrateurs externes présents au conseil à la diminution des niveaux des primes offertes. En effet, les théoriciens de l'agence considèrent que la présence des membres externes est essentiellement guidée par la protection des intérêts des actionnaires grâce notamment au contrôle qu'ils exercent sur les décisions du management. Ainsi, Hayward et Hambrick (1997) associe cette caractéristique du conseil à son degré de vigilance lors des F&A. Ils notent que la domination des conseils par des membres internes accentue l'hubris des dirigeants qui peuvent ainsi surpayer leurs acquisitions. L'analyse des résultats du tableau 45 fait ressortir une relation négative et significative entre la présence des externes et la taille des primes versées. Ce résultat est donc conforme à ce que nous avons initialement supposé. Il met en évidence un coefficient de régression négatif de -53,5 significatif à 10% ($t = -1.67$; $p = 0.097$). Le résultat de Hayward et Hambrick va dans le même sens que le nôtre. Ces auteurs ont apprécié le degré de vigilance du conseil non pas du point de vue de la proportion des externes mais de celui de la domination des conseils par les membres internes. Ils ont à cet effet utilisé cette dernière caractéristique comme variable modératrice pouvant accentuer l'hubris des dirigeants et par conséquent affecter le niveau des primes de contrôle. Leurs résultats mettent ainsi en évidence une influence significative de la proportion des internes au conseil sur les primes.

v) Incidence de l'actionnariat des administrateurs sur la prime

Nous avons supposé que le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil de l'acquéreur aurait une incidence favorable sur les primes qui seraient moins élevées. En effet, en tant que mécanisme incitatif de gouvernance, la détention d'un pourcentage du capital par les administrateurs est considérée comme moyen favorisant l'alignement de leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Dans le contexte des F&A, la détention de parts sociales par les dirigeants et les membres du conseil de l'initiateur devraient les amener à négocier les termes de l'opération dans l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où ils sont aussi concernés par toute création ou destruction potentielle de valeur.

Toutefois, nos résultats présentés dans le tableau 45 ne mettent en avant aucune association significative entre l'actionnariat des membres du conseil de l'acquéreur et la prime versée par ce dernier aux actionnaires de la cible. Ce résultat est en ligne avec celui de Hayward et Hambrick (1997) qui ne relèvent aucune influence de l'actionnariat des administrateurs sur la relation entre l'hubris du management et les primes qu'il verse.

De plus, le coefficient positif relevé ne semble pas appuyer le sens de la relation supposé dans l'hypothèse et qui est conforme à la thèse de convergence. Si la relation était significative, elle indiquerait une situation conforme à la thèse de l'enracinement, validée par Palia (1995). Ce dernier a en effet trouvé sur un échantillon de 137 F&A bancaires aux Etats-Unis une relation non linéaire entre le capital détenu par les dirigeants et membres internes et les primes versées. Cette relation indique qu'à partir d'un certain niveau de participation (5,9% dans l'étude de Palia), le portefeuille des membres de l'exécutif est moins diversifié, ce qui les amènerait à défendre et à surpayer des acquisitions qui réduiraient ce risque. Le même constat a été réalisé par Hubbard et Palia (1995) et plus récemment par Alarakhia (2010). Toutefois, dans notre étude, l'absence de significativité du coefficient positif relevé ne nous permet pas d'aligner notre résultat sur les conclusions de ces auteurs.

➤ *Influence des variables de contrôle*

i) Influence la méthode de paiement sur la prime

Dans l'hypothèse H6m, portant sur le lien indirect « méthode de paiement/RAC », nous avons associé l'utilisation du cash, comme moyen de financement d'une opération, à des primes moins élevées, conformément au modèle de compétition anticipée de Fishman (1989). L'avantage d'une offre en cash, selon cet auteur, est qu'elle sert à décourager une compétition potentielle en envoyant un signal de forte évaluation.

Le résultat indiqué dans le tableau 45 confirme cette proposition associant le paiement en numéraire à des primes moins élevées, avec un coefficient de régression négatif et significatif à 5% (coef = -24.4 ; t = -2.10 ; p = 0.038). Notre résultat appuie celui de Shawky et al. (1996) dans le secteur bancaire. Ces auteurs relèvent des primes de contrôle plus élevées dans le cas d'offres financées par échange de titres.

ii) Influence de la diversification géographique sur la prime

Nous avons supposé précédemment que l'influence positive des opérations domestiques sur les RAC est attribuée à des primes d'acquisition moins élevées. En effet, dans le cas de diversification géographique, le risque de sélection adverse est plus grand lors de l'évaluation d'une cible étrangère. Ainsi, le risque de sur-paiement et de versement de primes élevées serait plus important lors des opérations transfrontières.

Toutefois, dans notre échantillon de banques européennes, aucun lien significatif n'a été mis en évidence entre la diversification géographique et les primes versées. Même si le coefficient de régression négatif semble être favorable aux rapprochements domestiques, il reste cependant non significatif au seuil de 10% (coef. = -11.15 ; t = -1.08 ; p = 0.284).

iii) Influence de la taille relative de la cible sur la prime

Notre proposition portant sur l'étude de l'effet médiateur associe l'augmentation de la taille relative de la cible à des primes versées plus élevées. En effet, selon l'argument de Cudd et Guggal (2000), la taille relative de la cible peut augmenter son pouvoir de négociation, ce qui pourrait accroître le montant des primes.

Il ressort du tableau 45 l'absence de relation significative entre la taille relative des établissements bancaires engagés et la prime de contrôle versée par les initiateurs. Ce résultat rejoint celui de Brewer et al. (2000) pour les banques américaines, mais n'appuie pas celui de Cheng et al. (1989) qui ont validé notre proposition dans ce même contexte américain.

iv) Influence du statut de la cible sur la prime

Dans l'étude du lien indirect entre le statut de la cible et la performance de l'acquéreur, nous avons supposé que l'acquisition de cibles non cotées est associée à des primes moins élevées ce qui impacterait positivement la performance de l'acquéreur.

En effet, comme nous l'avons déjà évoqué, l'hypothèse de liquidité repose sur le fait que les cibles non cotées ne peuvent être vendues aussi facilement que les sociétés cotées, ce qui rend les premières moins attractives et moins précieuses, et par conséquent vendues avec une décote statistiquement significative en comparaison avec les établissements cotés.

Le résultat rapporté au tableau 45 ne met en avant aucun lien significatif entre le statut de la cible et la prime qu'elle percevra. Ce tableau montre en outre un coefficient de régression positif indiquant des primes plus élevées associées à l'acquisition de cibles cotées. Toutefois, l'absence de significativité ne nous permet pas de conclure sur l'existence d'un *listing effect* sur les primes (Coef. = 25.8 ; t = 1.34 ; p = 0.183).

v) Influence de la performance avant acquisition de l'acquéreur sur la prime

Nous avons supposé que, plus la performance avant acquisition de l'acquéreur est élevée, plus la prime versée le sera également. Cette proposition est conforme à l'hypothèse de l'hubris (Roll, 1986)

testée par Hayward et Hambrick (1997) dans le contexte américain. Pour ces auteurs, l'orgueil des dirigeants et leur tendance à surestimer leurs acquisitions sont accentués par la performance qu'ils enregistrent avant de s'engager dans ces opérations.

Ce constat de Hayward et Hambrick est en ligne avec ce que nous avons relevé dans le contexte européen. En effet, le tableau 45 indique un coefficient de régression positif entre la performance avant et la prime de contrôle. Ce coefficient est significatif au seuil de 1%. Selon Hayward et Hambrick, le succès du management renforce son pouvoir ce qui peut l'amener à surestimer sa dextérité à réussir une acquisition au risque de surpayer celle-ci.

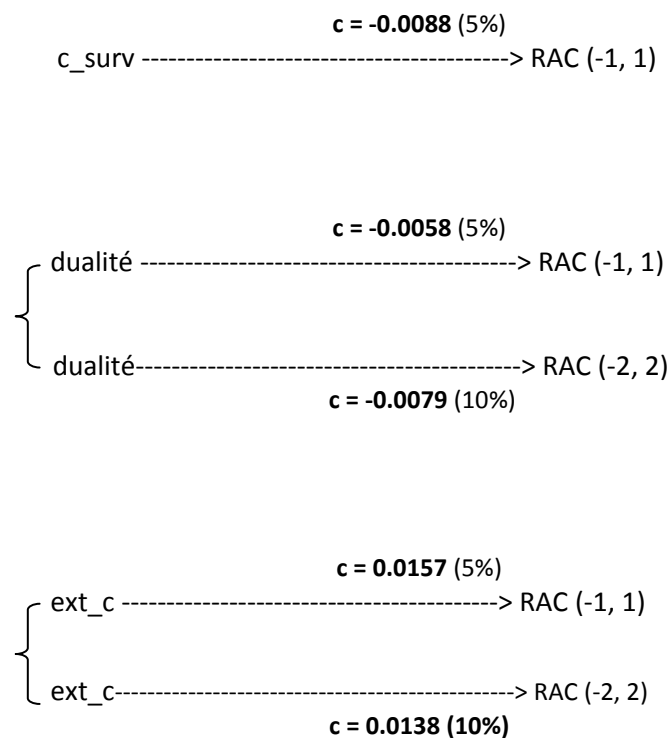
2.3.2. Influence des caractéristiques du conseil et des déterminants contrôlés sur les primes et les rendements anormaux de l'acquéreur : présentation des résultats de la régression

L'objectif de l'analyse de cette influence est de comparer les deux effets, direct et médiateur, des différentes variables exogènes sur la performance boursière de l'initiateur.

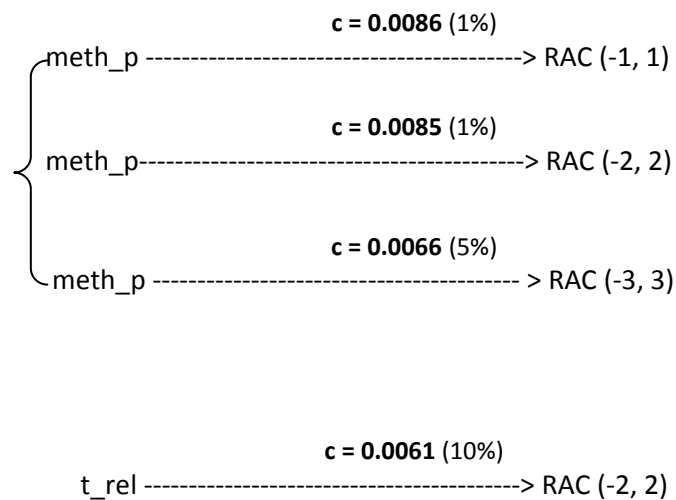
Pour pouvoir affirmer que l'effet des variables indépendantes sur la variable dépendante est médiatisé par une autre variable, les conditions de Baron et Kenny (1985) doivent être remplies.

Pour la première condition, nous avons pu mettre en évidence les associations significatives directes suivantes :

- *Pour les variables explicatives :*



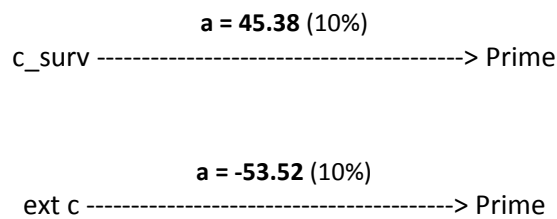
- **Pour les variables de contrôle :**



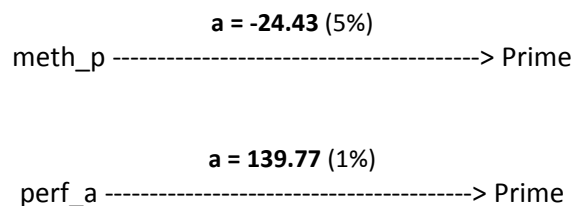
Les relations significatives ci-dessus correspondent aux associations sur lesquelles la médiatisation sera testée. Pour cela, il faut que chacune des variables exogènes précédentes ait un impact sur la prime de contrôle, c'est-à-dire, sur le médiateur, comme le stipule la condition 2 de la démarche de Baron et Kenny.

Les résultats que nous avons présentés dans le point précédent (tableau 45) font ressortir les relations significatives suivantes :

- **Pour les variables explicatives :**



- **Pour les variables de contrôle :**



Comme les deux conditions (1) et (2) sont indispensables pour analyser la médiation, nous pouvons noter que cette dernière va éventuellement concerner les variables « c_surv », « ext_c » et « meth_p ». Nous allons à présent vérifier l'existence et la nature de l'effet médiateur.

Nous utiliserons, à cet effet, l'équation de régression 3 :

$$\text{RAC} = \beta_0 + \beta_1 \text{c_surv} + \beta_2 \text{dualité} + \beta_3 \text{taille_c} + \beta_4 \text{ext_c} + \beta_5 \text{action_c} + \beta_6 \text{meth_p} + \beta_7 \text{proxi_g} + \beta_8 \text{t_rel} + \beta_9 \text{stat_c} + \beta_{10} \text{perf_a} + \beta_{11} \text{PRIME} + \varepsilon$$

Cette équation permet, d'une part, de vérifier l'effet de la prime sur les RAC si l'on contrôle l'effet des autres variables et déterminants de la performance, et d'autre part, si l'effet des différentes variables explicatives et de contrôle disparaît si l'on contrôle l'effet de la prime sur les RAC.

Nous obtenons les résultats indiqués en annexe 16 et synthétisés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 47 : résultats de la régression linéaire multiple associée à l'étude de l'effet médiateur

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
Variables explicatives									
c_surv	-0.0078	-1.90	0.061*	-0.0046	-0.76	0.448	-0.0059	-0.88	0.383
dualité	-0.0634	-2.29	0.024**	-0.0083	-2.05	0.043**	-0.0056	-1.26	0.211
taille_c	0.00005	0.24	0.810	-0.0002	-0.68	0.497	-0.0002	-0.62	0.539
ext_c	0.0146	2.10	0.039**	0.0129	1.25	0.215	0.0116	1.03	0.306
action_c	-0.0006	-1.66	0.100	-0.0004	-0.08	0.940	0.0002	0.42	0.675
Variables de contrôle									
meth_p	0.0081	3.89	0.000***	0.0081	2.63	0.010***	0.0065	1.92	0.057*
proxi_g	0.0002	0.15	0.884	0.0008	0.32	0.752	0.0010	0.36	0.718
t_rel	0.0029	1.15	0.253	0.0056	1.49	0.138	0.0053	1.27	0.207
stat_c	-0.0014	-0.72	0.472	-0.0022	-0.75	0.453	-0.0046	-1.45	0.151
perf_a	-0.0094	-1.05	0.296	-0.0069	-0.52	0.606	-0.0114	-0.78	0.438
Variable médiatrice									
Prime	-0.00002	-1.71	0.089*	-0.00001	-0.70	0.484	-0.00000	-0.15	0.880

Significatifs à 10% (), 5% (**) et 1% (***)*

A l'instar du modèle de régression 1, l'équation 3 montre que l'association la plus significative entre les rendements et les différentes variables retenues concerne la fenêtre d'événement (-1, +1). Sur cette fenêtre, le test de Fisher de significativité globale est de $F=3.42$, très significatif à 1% comme l'indique la sortie de STATA ci-dessous :

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	F	P
RAC_1	112	12	.0088514	0.2736	3.424238	0.0005
RAC_2	112	12	.0131172	0.1368	1.441278	0.1665
RAC_3	112	12	.0143639	0.0820	.8115307	0.6285

De plus, le coefficient de détermination R^2 est de 27.36% sur la fenêtre de trois jours, indiquant un meilleur pourcentage de la variation des rendements anormaux expliquée par l'équation sur la fenêtre (-1, 1) comparée aux autres fenêtres. Le pouvoir explicatif du modèle est donc plus grand sur la fenêtre de trois jours autour de la date d'annonce.

Nous reviendrons à présent sur chacun des résultats présentés dans le tableau 47.

➤ Influence de la variable médiatrice « Prime » sur les RAC

Comme nous l'avons souligné, le contrôle de l'ensemble des variables explicatives et de contrôle dans l'équation (3) devrait entraîner une association significative entre le médiateur et la variable à expliquer.

En effet, la littérature penche vers une relation négative entre le niveau des primes versées par les établissements initiateurs et la performance de ces derniers (Lubatkin, 1983 ; Haunschild, 1994 ; Varaiya et Ferris, 1987 ; Agrawal et al., 1992 ; Sirower, 1994 ; Hayward et Hambrick, 1997). Pour ces auteurs, le sur-paiement des F&A est à l'origine du transfert des bénéfices de ces opérations des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible.

Notre résultat confirme la tendance des travaux antérieurs, à savoir une relation négative entre la prime et les rendements de l'acquéreur (coef. < 0), comme le montre cet extrait du tableau 47 ci-dessous. Toutefois, cette association négative n'est significative que sur la fenêtre (-1, +1) au seuil de 10%.

EXTRAIT DU TABLEAU 47

Variables	RAC (-1, 1)			RAC (-2, 2)			RAC (-3, 3)		
	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|	Coef.	t	P > |t|
Prime	-0.00002	-1.71	0.089*	-0.00001	-0.70	0.484	-0.00000	-0.15	0.880

Significatifs à 10% (*), 5% (**) et 1% (***)

Etant donné qu'une relation significative entre la variable médiatrice et la variable à expliquer est une condition essentielle pour justifier la médiation, nous pouvons déduire que l'existence de celle-ci concernera uniquement la fenêtre (-1, 1). Reste maintenant à vérifier la significativité des différents coefficients de régression dans l'équation (3) et à comparer ceux-ci avec les coefficients de régression dans l'équation (1).

Afin de conclure sur l'existence et la nature de la médiation, nous reviendrons sur l'ensemble des résultats présentés dans les tableaux 42, 45 et 47.

Le tableau 42 présente les résultats associés à l'effet direct des variables du modèle sur les rendements anormaux (condition 1). Quant au tableau 45, il présente l'effet de chacune des variables explicatives et de contrôle sur la variable médiatrice « Prime » (condition 2). Enfin, le tableau 47, il régresse les rendements de l'acquéreur sur à la fois la prime et l'ensemble des variables et déterminants du modèle (condition 3).

⇒ *Effet médiateur de la prime de contrôle sur la relation entre les variables explicatives et les RAC*

L'analyse de cet effet nous permettra de confirmer ou d'infirmer les hypothèses H1m, H2m, H3m, H4m et H5m. Ainsi, en contrôlant la prime de contrôle, nous allons présenter les résultats associés à l'incidence de chacune des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux.

i) La forme du conseil

Selon l'hypothèse *H1m*, *la forme bicamérale du conseil de l'acquéreur (directoire et conseil de surveillance) influence positivement ses rendements anormaux grâce à des primes versées moins élevées*. Cette hypothèse, et comme nous l'avons évoqué, concorde avec les prescriptions de la théorie de l'agence associant un meilleur contrôle et évaluation des actions du management à la séparation des fonctions de décisions et de contrôle.

Toutefois, les résultats présentés dans les tableaux 42, 45 et 47 indiquent une médiation partielle mais contraire au sens supposé dans l'hypothèse H1m.

Ainsi, conformément à l'approche de Baron et Kenny, l'analyse de l'impact direct du système duale sur la performance de l'acquéreur donne le résultat suivant (tableau 42) :

c = -0.0088 (5%)
 c_surv -----> RAC (-1, 1)

Ce résultat indique une influence significative et négative de l'adoption de la forme bicamérale sur les rendements anormaux cumulés entre -1 et +1 jour autour de la date d'annonce. Sur les autres fenêtres d'événement, la relation négative entre la forme du conseil et les RAC n'est pas significative.

Concernant l'impact de cette variable sur le médiateur, le tableau 45 indique le résultat suivant :

$$c_surv \xrightarrow{a = 45.38 (10\%)} Prime$$

Ce résultat montre une relation positive et significative entre cette forme de conseil et le niveau des primes que celles-ci versent.

Par ailleurs, dans le tableau 47, et comme nous l'avons déjà relevé, le contrôle de l'ensemble des variables exogènes indique une association négative entre la prime et les rendements anormaux, mais qui n'est toutefois significative que sur la fenêtre réduite de trois jours.

$$Prime \xrightarrow{b = -.00002 (10\%)} RAC (-1, 1)$$

Enfin, en contrôlant le facteur médiateur, l'influence de la forme duale du conseil sur les rendements de l'acquéreur reste négative et significative entre -1 et +1 (absence de significativité sur [-2, 2] et [-3, 3]).

$$c_surv \xrightarrow{c' = -0.0078 (10\%)} RAC (-1, 1)$$

Selon Kenny et al. (1998), la vérification de ces trois étapes suffit pour affirmer l'existence de la médiation. Par conséquent, l'ajout de la quatrième condition dans l'approche de Baron et Kenny a pour objet de vérifier la nature de cette médiation.

Ainsi, en comparant la valeur absolue des coefficients de régression avant contrôle de la prime (c) et après contrôle de celle-ci (c'), nous remarquons que les deux coefficients sont significatifs (différents de zéro), ce qui rejette le cas d'une médiation complète.

En revanche $|c'| < |c|$ ce qui montre que l'introduction du médiateur a atténué la relation « c_surv/RAC ». Nous parlerons donc ici d'une médiation partielle, c'est-à-dire, qu'une partie de l'effet de la variable « c_surv » est médiatisée par « Prime », mais une autre partie de cet effet s'exerce directement de « c_surv » sur RAC (-1,1).

Ainsi, il ressort des analyses précédentes l'existence d'une relation indirecte entre la forme du conseil de l'acquéreur et ses rendements anormaux, notamment sur la fenêtre (-1, 1). Toutefois, cette relation s'oppose à notre première proposition dans la mesure où elle indique un impact négatif de la forme bicamérale sur les rendements anormaux cumulés sur trois jours, dû à des primes de contrôle plus élevées. Cette association mise en évidence semble davantage appuyer les arguments des tenants du *stewardship* qui stipulent que la séparation des fonctions stratégiques de décisions et de contrôle peut conduire à une performance moindre. Ils soutiennent, en effet, que cette séparation présente un leadership ambigu et moins clair pouvant affecter la définition et l'implémentation de la stratégie.

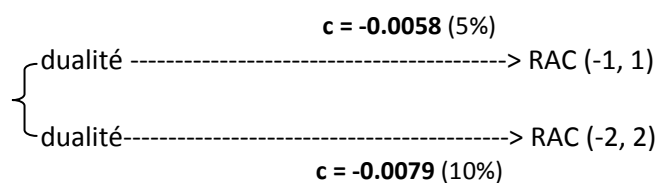
ii) La dualité de direction

Nous avons supposé dans l'hypothèse H2m que *la dualité de direction influence négativement les rendements anormaux à cause de primes versées plus élevées.*

Comme pour la variable indépendante précédente, cette proposition est cohérente avec les propos de la perspective de l'agence. Cette dernière associe le cumul des fonctions stratégiques d'un établissement, à savoir la direction et la présidence du conseil, à une faible performance, du fait d'une moindre objectivité dans l'évaluation des actions et des décisions du management.

En analysant les tableaux de régression 42, 45 et 47, nous pouvons y relever une absence d'impact médiateur de la prime. En revanche, la relation directe dualité/RAC reste négative et significative sur les deux premières fenêtres d'événement lorsque l'on contrôle le médiateur.

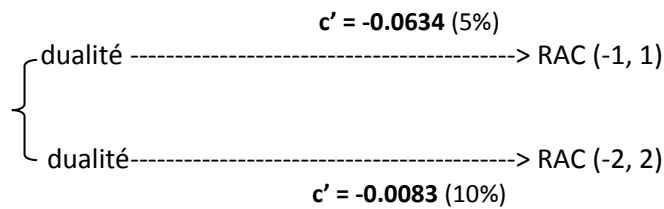
Ainsi, pour la première condition du test de la médiation, le tableau 42 met en évidence une relation directe et significativement négative sur les fenêtres (-1, 1) et (-2, 2) respectivement à 5% et 10%. Sur la fenêtre (-3, 3), l'association négative dualité/RAC n'est pas significative.



Concernant la deuxième condition du test, le tableau 45 ne met en évidence aucune relation significative entre la dualité de direction et la prime d'acquisition. Notons aussi que le signe négatif relevé du coefficient de régression n'est pas conforme à notre proposition.

Ainsi, et comme l'ont souligné baron et Kenny, cette deuxième condition est importante pour s'assurer que la variable explicative influence la médiatrice qui devrait à son tour influencer la variable à expliquer. Nous ne pouvons donc pas parler de médiation pour la dualité.

Dans le tableau 47, lorsque la variable médiatrice est contrôlée, la relation directe dualité/RAC reste significative sur les mêmes fenêtres d'événement (-1, 1) et (-2, 2).



L'ensemble des équations de régression montre que la dualité de direction influence les rendements anormaux de manière directe et non à travers la prime de contrôle. Ce constat est donc plus cohérent avec l'hypothèse H2d (effet direct) que l'hypothèse H2m (effet médiateur). L'association directe qui ressort des tableaux de régression pour notre échantillon de banques acquéreuses est donc négative et significative sur les fenêtres (-1, 1) et (-2, 2), ce qui rejoint les conclusions sur Desai et al. (2003), Mortazavi (1993) et Masulis et al. (2007) portant sur l'analyse de la causalité directe « dualité/RAC ».

iii) La taille du conseil

Dans l'analyse de l'effet indirect de la taille sur la performance, nous avons supposé que *l'accroissement de la taille du conseil influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes versées plus élevées* (H3m).

En effet, dans la perspective de l'agence, la taille du conseil est associée à de faibles performances, dans la mesure où elle favorise la domination du dirigeant et les conflits de groupe, ce qui fragiliserait le conseil et sa vigilance, notamment lors des négociations des termes d'une acquisition. L'analyse des tableaux de régression n'indique aucune incidence directe ou indirecte de la taille du conseil de l'acquéreur sur sa performance boursière quelle que soit la fenêtre d'événement retenue. Cette absence de relation et d'effet significatif a été aussi relevée par Masulis et al. (2007) et Lehn et Zhao (2006). Ces derniers n'ont détecté aucun impact du nombre d'administrateurs siégeant au conseil des firmes initiatrices sur les rentabilités anormales de celles-ci. Le même constat est fait par Subrahmanyam et al. (1997) et Hagendorff et al. (2008) dans le secteur bancaire américain et européen.

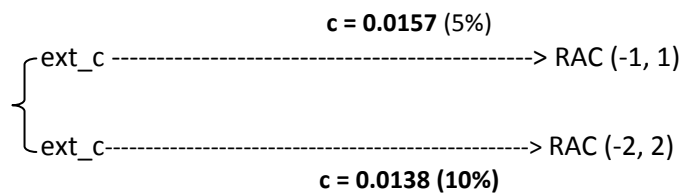
iv) La proportion des membres externes

Conformément à la théorie de l'agence, nous avons supposé dans l'hypothèse H4m que *la domination du conseil par des membres externes (non-exécutifs) influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées mieux maîtrisées et contrôlées.*

Selon cette perspective, plus la proportion des membres externes siégeant au conseil est élevée, plus la vigilance de ce dernier est meilleure lors des négociations des termes d'une opération et l'évaluation des cibles.

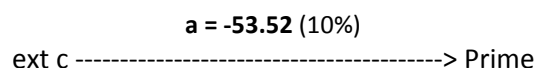
Les résultats présentés dans les tableaux 42, 45 et 47 confirment cette hypothèse et indiquent une médiation partielle sur la fenêtre d'événement (-1, 1).

En effet, pour la première condition de Baron et Kenny, le tableau 42 montre une relation directe et significativement positive entre la proportion des externes et les rendements anormaux, et ce, sur les fenêtres (-1, 1) et (-2, 2) respectivement aux seuils de 5% et 10%.



Sur la fenêtre d'une semaine autour de la date d'annonce, la relation positive relevée n'est pas significative.

Quant à l'impact de la proportion des membres externes sur le médiateur (condition 2), le tableau 45 met en évidence une association négative et significative (à 10%) entre la présence de ces membres dans le conseil de l'acquéreur et la prime que ce dernier verse à la cible.



Le coefficient négatif (-53,52) est cohérent avec ce que nous avons initialement supposé et aussi avec ce que Hayward et Hambrick (1997) ont relevé. Pour ces auteurs, la non domination des conseils des firmes initiatrices par des membres externes accentue l'hubris de leurs dirigeants ce qui les amène à surpayer les acquisitions.

Enfin, une fois la variable « ext_c » et les autres déterminants contrôlés, le tableau 47 montre que le niveau de la prime influence négativement les rendements. Cette influence n'est toutefois significative que sur la fenêtre réduite (-1, 1). En effet, dans l'approche de Baron et Kenny, il est

nécessaire que le contrôle des variables exogènes entraîne une relation significative entre le médiateur et la variable endogène, comme le stipule la condition 3 de leur démarche. Nous remarquons que cette dernière n'est vérifiée que sur la fenêtre (-1, 1). C'est donc sur celle-ci que nous pouvons parler de médiation.

Lorsque la variable médiatrice est contrôlée dans l'équation de régression (3), nous obtenons les résultats suivants :

$$\begin{array}{l}
 \left. \begin{array}{l}
 \text{ext_c} \text{-----} \rightarrow \text{RAC } (-1, 1) \\
 \text{ext_c} \text{-----} \rightarrow \text{RAC } (-2, 2)
 \end{array} \right\} \\
 \begin{array}{l}
 c' = 0.0146 \text{ (5\%)} \\
 c' = 0.0129
 \end{array}
 \end{array}$$

Nous remarquons que la relation « ext_c /RAC» est restée significative sur la fenêtre d'événement (-1, 1), en revanche, sur la fenêtre (-2, 2), l'association positive n'est plus significative.

Sur la première fenêtre, toutes conditions du test de la médiation sont réunies, et nous constatons, en outre, que le coefficient (c') dans l'équation (3) est inférieur au coefficient (c) dans l'équation (1). L'atténuation de l'effet direct de la proportion des externes sur les rendements anormaux montre que la prime de contrôle exerce un effet médiateur sur cette relation, mais qui ressort uniquement sur la fenêtre de trois jours. Le fait que les coefficients de régression (c) et (c') restent différents de zéro indique une situation de médiation partielle. Celle-ci signifie qu'une partie de l'effet de la proportion des externes est médiatisée par le niveau de la prime versée, mais une autre partie de cet effet s'exerce directement sur les RAC (-1, 1).

Concernant la fenêtre d'événement (-2, 2), la disparition de l'effet direct dans l'équation (3) (c' = 0) ne nous permet pas de conclure à une situation de médiation complète. Cela est dû à la condition 3 de la démarche qui n'est pas respectée. Concernant cette dernière, lorsqu'on contrôle les variables indépendantes, le coefficient (b) associé à la variable médiatrice devrait être significatif, ce qui n'était pas le cas sur la fenêtre (-2, 2). En conséquence, étant donné que la condition 3 est sine qua non dans le test de médiation, nous rejeterons l'existence d'effet médiateur sur cette fenêtre. En revanche, sur la fenêtre (-1, 1), l'existence d'effet médiateur partiel est vérifié ce qui nous amène à valider l'hypothèse H4m sur cette fenêtre.

v) L'actionnariat des administrateurs

En tant que mesure financière incitative induite par la théorie de l'agence, nous avons supposé que *le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil influence positivement les*

rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées (H5m). Conformément à cette optique, Minow et Bingham (1995) affirment que le meilleur moyen pour qu'un administrateur s'apparente dans son comportement à un actionnaire c'est d'être lui-même un actionnaire.

Toutefois, nos résultats obtenus dans les tableaux 42, 45 et 47 ne valident aucune association significative directe ou indirecte entre l'actionnariat des membres du conseil de l'acquéreur et les rendements anormaux de ce dernier.

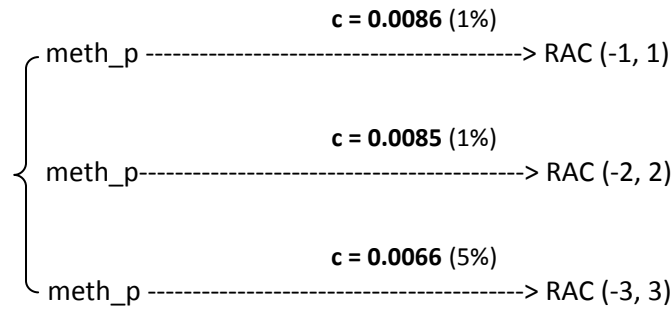
Ce résultat rejoint le constat de Morck et al. (1988) soutenant que la détention par les administrateurs d'une fraction élevée d'actions ne garantit pas nécessairement une plus grande création de valeur pour l'ensemble des actionnaires. Dans le même ordre d'idées, Hayward et Hambrick (1997) ne relèvent aucun impact significatif de l'actionnariat des administrateurs, notamment des externes, sur le degré de vigilance du conseil dans l'atténuation de l'hubris du management et la supervision du niveau des primes payées.

⇒ *Effet médiateur de la prime d'acquisition sur la relation entre les variables de contrôle et les rendements anormaux de l'acquéreur*

i) La méthode de paiement

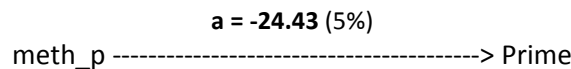
Concernant l'influence indirecte du moyen de paiement utilisé pour l'opération, nous avons formulé l'hypothèse (H6m) suivante : *l'utilisation du cash comme moyen de paiement influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes payées moins élevées.*

En effet, comme il ressort de la littérature, il semblerait que le paiement en actions soit moins bien perçu que le paiement en cash, du fait notamment du problème d'asymétrie d'information (Myers et Majluf, 1984). De plus, cette asymétrie informationnelle signalerait, selon Fishman (1989), une surévaluation de la cible lorsque l'initiateur offrirait du cash. De ce fait, ce signal permettrait donc de décourager toute surenchère sur la prime et par conséquent de meilleurs rendements pour l'acquéreur. Lors de l'analyse de l'effet direct de la méthode de paiement sur la performance boursière de l'initiateur, nous avons relevé une relation positive et significative entre l'utilisation du cash et les rendements anormaux de l'acquéreur sur les trois fenêtres d'événement étudiées (tableau 42).

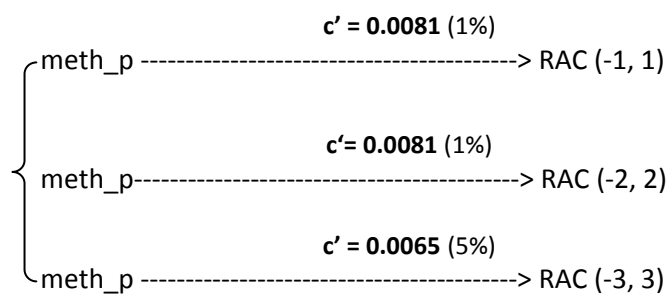


Ce résultat correspond à la première condition du test de la médiation de Baron et Kenny (1986). Il en ressort une association directe positive et significative entre les offres en espèces et les rendements anormaux, ce qui appuie partiellement la proposition (H6m) ainsi que de nombreux travaux antérieurs (Travlos, 1987 ; de Asquith et al., 1990 ; Servaes, 1991 ; Andrade et al., 2001 ; Campa et Hernando, 2009). Nous verrons à présent comment le facteur médiateur influence-t-il cette relation directe.

Les résultats du tableau 45 montrent une relation négative et significative (à 5%) entre l'utilisation du cash et la taille des primes (coef. = -2.43 ; t = -2.10 ; p = 0.038).



Ce résultat correspond à la seconde condition du test montrant que la méthode de paiement est aussi un antécédent de la prime. Le coefficient de régression négatif est conforme à notre proposition, indiquant que l'utilisation du cash permet de remédier aux problèmes de surenchères conformément au modèle de compétition anticipée formulé par Fishman (1989). Quant à la troisième condition, le tableau 47 montre, qu'en contrôlant la prime, la méthode de paiement est positivement et significativement associée aux rendements anormaux cumulés sur les trois fenêtres événementielles :



Les coefficients de régression sont donc significatifs pour les trois fenêtres respectivement à 1%, 1% et 5%.

Toujours par rapport à la condition 3 du test de la médiation, elle requiert qu'en contrôlant la variable « meth_p », l'association « Prime/RAC » devrait rester significative. Cette condition n'est vérifiée que sur la fenêtre (-1, 1). Sur les deux autres fenêtres, l'incidence de la prime sur les rendements anormaux n'est pas significative. Par conséquent, seule la fenêtre de trois jours sera concernée par l'effet médiateur.

Sur celle-ci, le coefficient de régression passe de $c = 0.86\%$ à $c' = 0.81\%$ après introduction de l'effet médiateur. Nous constatons donc que $c' < c$, ce qui indique une situation de médiation partielle dans la mesure où c et c' sont restés significatifs.

Nous concluons ainsi, qu'outre l'impact significatif direct de la méthode de paiement sur les rendements anormaux, cette variable influence également les rendements de manière indirecte en agissant sur les primes versées, et ce, uniquement sur la fenêtre réduite (-1, 1). A contrario, l'effet direct concerne les trois fenêtres étudiées.

Cette conclusion englobe, d'une part, les résultats associant les rendements positifs à l'utilisation du cash (Travlos, 1987 ; de Asquith et al., 1990 ; Servaes, 1991 ; Andrade et al., 2001 ; Campa et Hernando, 2009), et d'autre part, ceux liant ce même moyen de paiement à des primes moins élevées (Shawky et al., 1996).

ii) La proximité géographique

L'analyse de l'effet indirect de la diversification géographique sur la performance nous amène à supposer que *les opérations domestiques sont positivement associées aux rendements anormaux des banques acquéreuses grâce à des primes versées moins élevées* (H7m).

Cette proposition est argumentée par le fait que dans le cas de diversification géographique, le risque de sélection adverse est plus élevé lors de l'évaluation d'une cible étrangère et des synergies potentielles. Ainsi, le risque de surestimation de celles-ci et de sur-paiement des cibles est plus important lors des opérations transfrontières (Officer et al., 2009).

Les résultats présentés dans les tableaux 42, 45 et 47 semblent indifférents à cet aspect des transactions. Ainsi, ni effet direct ni effet indirect n'ont été décelé dans les différents modèles de régression et sur l'ensemble des trois fenêtres d'événement.

Cette indifférence du marché en présence d'une stratégie de développement international par rapport aux opérations de recentrage géographique a été aussi rapportée par Hamza (2007) dont l'étude a porté sur des firmes acquéreuses françaises.

Notons, par ailleurs, que les coefficients associés à la variable « *proxi_g* » relevés dans les trois équations de régression indiquent des signes cohérents avec notre proposition, mais qui restent non significatifs.

iii) La taille relative

Nous avons supposé que *l'augmentation de la taille relative de la cible influence négativement les rendements anormaux de l'initiateur à cause de primes négociées plus élevées* (H8m). L'argument qui sous-tend cette hypothèse est lié au fait que la taille relative de la cible peut augmenter son pouvoir de négociation, mais peut être également vue comme un handicap en raison des coûts supplémentaires lors de l'intégration à la firme acquéreuse. Ainsi, selon Cudd et Duggal (2000), le pouvoir de négociation d'une cible peut amener un initiateur à verser une prime plus élevée afin de conclure la transaction.

Sur les trois conditions nécessaires pour tester la médiation, seule la première est vérifiée sur la fenêtre (-2, 2). Ainsi, l'hypothèse de la médiation peut être rejetée sur l'ensemble des fenêtres.

Le tableau 42 indique donc une association positive mais qui n'est significative que sur (-2, 2).

$$t_{rel} \xrightarrow{c = 0.0061 (10\%)} RAC (-2, 2)$$

Le coefficient positif relevé annonce une relation contraire à celle supposée initialement. Toutefois, elle est en adéquation avec celle mise en évidence par Fuller et al. (2002) et Asquith et al. (1983). Pour ces auteurs, plus la taille relative de la cible est importante plus la rentabilité anormale est élevée pour la firme acquéreuse. Par ailleurs, l'absence de significativité sur les fenêtres de trois jours et d'une semaine rejoint les conclusions de Hamza (2007) et de Ben Amar et al. (2009) respectivement en France et au Canada. Pour le premier, le rapport des tailles entre la cible et l'acquéreur n'a aucun pouvoir explicatif significatif et ne semble pas être différenciateur du potentiel de création de valeur pour l'acquéreur.

En ce qui concerne la deuxième condition du test, le tableau 45 ne montre aucun impact significatif de la taille relative sur le niveau des primes versées, ce qui rejoint le constat de Brewer et al. (2000) pour les banques américaines. Par conséquent, l'hypothèse de l'effet médiateur de la prime sur la relation entre la taille relative et la performance ne peut être validée. Notons enfin que dans l'équation (3), l'introduction de la variable médiatrice supprime la relation significative directe trouvée initialement sur la fenêtre (-2, 2).

iv) Le statut de la cible

L'hypothèse H9m stipule que *l'acquisition de cibles non cotées influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées*. L'argument appuyant cette proposition est emprunté à l'hypothèse de liquidité (Koeplin et al., 2000), supposant que les primes sont moins élevées dans le cas d'acquisition d'une cible détenue de manière privée, ce qui a une incidence favorable sur les rendements de l'acheteur.

L'analyse des résultats des régressions ne met en évidence aucun effet, direct ou indirect, du statut de la cible sur les rendements anormaux de l'acquéreur. Il semblerait donc que le marché soit indifférent à ce déterminant et que le niveau des primes versées aux cibles est indépendant du statut de celles-ci.

L'observation des coefficients de régression associés à la variable « stat_c » dans les trois équations confirme le sens des causalités supposées dans l'hypothèse H9m. Ainsi, dans les tableaux 42, 45 et 47, le statut coté de la cible est négativement associé aux rendements de l'acquéreur sur les trois fenêtres. De plus, dans l'analyse de ce processus d'influence, le statut coté paraît positivement lié aux primes payées. Toutefois, l'absence de significativité ne nous permet pas de conclure en l'existence d'un quelconque effet direct ou médiateur pour cette variable. Cette absence de significativité a été par ailleurs soulignée par Ben Amar et al. (2009) dans le contexte canadien. Ces auteurs ne relèvent aucun lien significatif entre le statut de la cible et la performance boursière de l'acquéreur.

v) La performance avant acquisition de l'acquéreur

Conformément à l'hypothèse de l'*hubris* de Roll (1986), nous avons supposé que *la performance avant acquisition des banques acquéreuses influence négativement leurs rendements anormaux du fait de primes versées plus élevées* (H10m). Cette hypothèse considère donc que le succès du management a pour conséquence d'accroître son orgueil et sa tendance à surestimer sa dextérité à réussir des acquisitions.

Dans le test de la médiation, seule la condition 2 est vérifiée (tableau 45), à savoir une incidence significative de la performance de l'acquéreur sur les primes d'acquisition. Cela semble appuyer l'hypothèse de l'*hubris* rattachant le succès passé des dirigeants aux primes qu'ils versent (coef > 0).

$$\text{perf_a} \xrightarrow{\text{a} = 139.77 (1\%)} \text{Prime}$$

Toutefois, malgré cet impact très significatif sur la prime, la performance avant acquisition de l'initiateur semble n'avoir aucune influence sur les rendements anormaux, quelque que soit la fenêtre

d'événement retenue. Ainsi, avant et après contrôle du médiateur, la variable « perf_a » n'est pas significativement associée aux RAC. Notons que les coefficients de régression sont négatifs dans la relation « perf_a/RAC », ce qui est conforme au sens supposé dans H10d et H10m. Toutefois, cette association est non significative.

Dans leur étude, Hayward et Hambrick (1997) trouvent que la performance passée de l'acquéreur renforce l'hubris de son management et sa tendance à verser des primes élevées, ce qui rejoint le résultat que nous avons obtenu pour l'équation de régression 2. Toutefois, contrairement à Hayward et Hambrick, nous n'avons pas relevé d'impact de cette variable sur les rendements anormaux de l'acquéreur.

2.4. Synthèse des résultats et validation des hypothèses

Le tableau ci-après présente les hypothèses associées à chaque variable dans le cadre de l'analyse de l'effet direct et médiateur. Les résultats empiriques que nous avons obtenus nous permettent de conclure sur chacune de ces hypothèses.

Tableau 48 : Synthèse des résultats des effets directs et médiateurs

Variable/Hypothèse	Résultat obtenu	Conclusion
<i>Effet direct</i>		
c_surv (H1d)	La forme bicamérale du conseil influence négativement et significativement les RAC sur la fenêtre (-1,1). Sur les autres fenêtres, absence d'influence.	Hypothèse rejetée ⁶⁵
dualité (H2d)	Le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil a une influence négative sur les RAC pour (-1, 1) et (-2, 2).	Hypothèse corroborée (sur ces deux fenêtres d'événement)
taille_c (H3d)	La taille du conseil de l'acquéreur n'influence pas ses RAC.	Hypothèse rejetée
ext_c (H4d)	La proportion des administrateurs externes (non-exécutifs) a une influence positive et significative sur les RAC pour les fenêtres (-1, 1) et (-2, 2).	Hypothèse corroborée (sur ces deux fenêtres d'événement)
action_c (H5d)	L'actionnariat des membres du conseil de l'acquéreur n'a aucun impact significatif sur ses RAC.	Hypothèse rejetée

⁶⁵ Les résultats de l'étude empirique montrent bien l'existence d'une relation significative entre la forme bicamérale et les RAC de l'acquéreur sur la fenêtre (-1, 1). Mais le sens de la relation est contradictoire avec les prévisions formulées.

meth_p (H6d)	L'utilisation du cash comme moyen de paiement est positivement associé aux RAC sur les trois fenêtres d'événements étudiées.	Hypothèse corroborée (sur l'ensemble des fenêtres étudiées)
poxi_g (H7d)	L'annonce d'opérations domestiques ou transfrontalières n'a aucune incidence significative sur les RAC.	Hypothèse rejetée
t_rel (H8d)	L'accroissement de taille relative de la cible est associé positivement aux RAC de l'acquéreur. Toutefois, cette association positive n'est significative que sur la fenêtre (-2, 2).	Hypothèse rejetée ⁶⁶
stat_c (H9d)	Le statut de la cible n'a aucune influence significative sur les RAC de l'acquéreur.	Hypothèse rejetée
perf_a (H10d)	La performance passée de l'acquéreur n'a pas d'incidence significative sur ses RAC autour de la date d'annonce.	Hypothèse rejetée
<i>Effet médiateur</i>		
c_surv (H1m)	La forme bicamérale, à directoire et conseil de surveillance, influence négativement et de manière significative les RAC (-1, 1) à travers des primes versées plus élevées.	Hypothèse rejetée ⁶⁷
dualité (H2m)	La dualité de direction n'a pas d'impact indirect sur les RAC à travers les primes offertes.	Hypothèse rejetée
taille_c (H3m)	La taille du conseil n'a aucune incidence significative sur les RAC de l'acquéreur.	Hypothèse rejetée
ext_c (H4m)	La proportion des membres externes siégeant au conseil de l'acquéreur a une influence positive et significative sur les RAC de celui-ci, à travers des primes moins élevées. Cette médiation concerne seulement la fenêtre d'événement (-1, 1).	Hypothèse corroborée (sur la fenêtre réduite de trois jours)
action_c (H5m)	Aucun effet médiateur de la prime sur la relation entre l'actionnariat des administrateurs et les RAC n'a été relevé.	Hypothèse rejetée

⁶⁶ Les résultats de l'étude empirique montrent bien l'existence d'une relation significative entre la taille relative et les RAC de l'acquéreur sur la fenêtre (-2, 2). Mais le sens de la relation est contradictoire avec les prévisions formulées.

⁶⁷ Les résultats de l'étude empirique montrent bien l'existence d'un impact médiateur de la prime sur relation entre la forme bicamérale et les RAC de l'acquéreur sur la fenêtre (-1, 1). Mais le sens de la relation est contradictoire avec les prévisions formulées.

meth_p (H6m)	Le financement d'une acquisition avec du cash est positivement associé aux RAC de l'acquéreur grâce à des primes de contrôle moins élevées. Cette médiation est significative uniquement sur (-1, 1).	Hypothèse corroborée (sur la fenêtre réduite de trois jours)
poxi_g (H7m)	A l'instar de l'effet direct, la proximité géographique de l'acquéreur et de la cible n'a aucun effet indirect sur les RAC de l'initiateur.	Hypothèse rejetée
t_rel (H8m)	Aucun impact médiateur de la prime sur la relation entre la taille relative de la cible et les RAC n'a été décelé.	Hypothèse rejetée
stat_c (H9m)	Aucun effet médiateur de la prime sur la relation entre le statut de la cible et les RAC n'a été relevé.	Hypothèse rejetée
perf_a (H10m)	Bien que la performance avant acquisition de l'acquéreur soit significativement associée à la prime, cette dernière n'a aucun impact médiateur sur la relation entre cette performance passée et les RAC.	Hypothèse rejetée

Il ressort donc du tableau ci-dessus que seules les variables explicatives « c_surv » [*conseil de surveillance*], « dualité » [*dualité de direction*] et « ext_c » [*proportion des membres externes*] ont un impact direct significatif sur les rendements anormaux de l'acquéreur. De plus, les variables « c_surv » et « ext_c » ont également une incidence indirecte sur ces rendements à travers le niveau des primes versées. Toutefois, nous n'avons validé que les hypothèses associées à l'impact direct des deux variables « dualité » et « ext_c » dans le cadre de la théorie de l'agence, car la variable « c_surv » présente une causalité avec les RAC contraire à cette théorie. Ainsi, conformément à la perspective de l'agence, les hypothèses H2d (effet direct de la dualité) et les hypothèses H4d et H4m (effet direct et indirect de la proportion des externes) ont été corroborées. Pour les hypothèses (H1d et H1m), bien que l'impact direct et indirect de la forme du conseil soit significatif, ces propositions ont été rejetées, car non-conformes aux prescriptions de l'agence. Quant aux autres hypothèses H3d et H3m (effet direct et indirect de la taille du conseil), ainsi que H5d et H5m (effet direct et indirect de l'actionnariat des administrateurs), elles ont été rejetées, car ces deux variables explicatives n'ont aucune incidence significative directe ou à travers les primes sur les rendements anormaux de l'acquéreur.

Par ailleurs, concernant les variables de contrôle, nous avons formulé plusieurs hypothèses portant sur les deux effets, direct et médiateur, de chaque déterminant sur les rendements de l'initiateur. Toutes les relations supposées dans ces hypothèses sont conformes à la littérature et aux résultats dominant celle-ci. Par conséquent, seule l'hypothèse H6d et H6m, portant sur l'effet direct et indirect de la méthode de paiement, a été corroborée. Pour l'hypothèse H8d (effet direct de la taille relative),

malgré que la relation directe soit significative, elle est contraire à celle initialement supposée. De ce fait, l'hypothèse est rejetée. Pour les trois autres variables « *proxi_g* » [*proximité géographique*], « *stat_c* » [*statut de la cible*] et « *perf_a* » [*performance passée de l'acquéreur*], associées respectivement aux hypothèses H6(d,m), H9(d,m) et H10(d,m), elles n'ont pas été validées.

Section 2 : discussions des résultats

Nous avons essayé dans notre étude empirique de répondre à deux questions de recherche. La première a pour objectif de vérifier le lien direct entre chacune des caractéristiques du conseil de l'acquéreur et les rendements anormaux de ce dernier tout en contrôlant certains déterminants de ces rendements. Lorsque cette association est validée, il s'agit ensuite d'analyser le processus d'impact de ces caractéristiques sur les rendements, autrement dit, si chacune des variables explicatives et de contrôle influence la performance à travers les primes négociées, d'où la seconde question de recherche.

1. Analyse de l'effet direct

Nous reviendrons à présent sur l'ensemble des causalités directes analysant l'influence des caractéristiques du conseil ainsi que des différents déterminants de la performance sur les rendements boursiers des banques initiatrices.

1.1. Influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux

Nous avons précédemment vu que le système d'organisation des pouvoirs en Europe est très flexible, car il offre aux entreprises la possibilité de choisir entre les trois types de conseil : (1) un CA avec un président-directeur général. Dans cette structure, dite moniste, une grande partie des pouvoirs est alors concentrée entre les mains d'une seule personne qui, à la fois, préside le conseil et assure la direction générale de la banque. Ensuite, (2) l'organisation autour d'un CA avec un président et un directeur général séparé. Et enfin, (3) la structure bicamérale à conseil de surveillance et directoire, caractéristique notamment des banques allemandes et autrichiennes.

Nous avons présenté dans la section précédente les résultats régressant les rendements anormaux des banques acquéreuses sur chacune des formes précitées de conseil. Etant notre cadre théorique de référence, la théorie de l'agence stipule que la séparation des fonctions de direction et de contrôle est

un facteur positif dans la mesure où la discrétion managériale est réduite et la surveillance est plus étroite (Dalton et Kesner, 1987). Ainsi, la séparation des fonctions de président et de directeur général ou le choix de la forme bicamérale (directoire et conseil de surveillance) traduit la volonté des établissements de séparer les fonctions de décision et de contrôle pour un meilleur contre-pouvoir.

En ce qui concerne l'incidence de la forme bicamérale du conseil de l'initiateur sur la performance boursière de celui-ci, nous avons relevé une relation négative entre la présence d'un conseil de surveillance et les rendements des banques acquéreuses européennes. Ce résultat semble donc être contraire aux prescriptions de la théorie de l'agence ainsi qu'aux travaux antérieurs analysant l'influence de cette forme de conseil sur la performance de manière générale. En revanche, il paraît en ligne avec la perspective de l'intendance « *stewardship* ». Pour celle-ci, la consolidation des fonctions stratégiques de décision et de contrôle devrait conduire à une meilleure performance dans la mesure où elle présente un *leadership* clair lors de la définition et l'implémentation de la stratégie. Selon Brickley et al. (1997), le système dualiste peut induire deux types de coûts d'agence : des coûts de contrôle du comportement du président et des coûts d'information liés au transfert de celle-ci entre le directoire et le président du conseil. Pour ces auteurs, cette forme dilue le pouvoir du dirigeant et augmente la probabilité que les actions et les attentes du directoire et du conseil de surveillance soient en contradiction.

L'autre aspect de l'organisation des pouvoirs cité concerne la présence ou l'absence de dualité de direction au sein des CA. Comme pour la variable précédente, nous avons supposé une incidence défavorable conforme à la perspective de l'agence, stipulant que le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA permet aux dirigeants de défendre plus aisément les projets qu'ils ont initiés et mis en œuvre, même si ceux-ci ne créent pas de valeur pour les actionnaires (Thaddée et Ndonzuau, 2000). Notre résultat appuie ce constat et rejoint les conclusions de Desai et al. (2003), Mortazavi (1993) et Masulis et al. (2007). Ainsi, nous avons, à l'instar de ces auteurs, relevé une relation négative et significative entre les rendements anormaux de l'acquéreur et le cumul des fonctions de directeur et de président du conseil. Elle soutient que la non séparation entre les fonctions de décision (initiation et mise en œuvre de la stratégie) et de contrôle des décisions (ratification et contrôle de la stratégie) entraîne des coûts d'agence impactant négativement la performance de la stratégie implémentée et la perception de cette dernière par le marché financier. En résumé, si nous analysons les deux résultats précédents, nous pouvons dire que le marché réagit négativement aux annonces d'acquisition approuvées par un conseil de surveillance ou par un conseil d'administration avec cumul des fonctions de direction et de présidence. En revanche, la séparation de ces fonctions dans le CA est associée à de meilleurs rendements boursiers. Il semblerait donc que

le marché perçoit défavorablement les opérations ratifiées par un conseil de surveillance en raison notamment du problème d'absence de surveillance mutuelle, soulevé par Godard (1998), entre dirigeants au sein du conseil. Pour cet auteur, le conseil de surveillance exclut par définition les membres de l'équipe dirigeante, contrairement au CA qui autorise leur présence (administrateurs internes). De ce fait, les membres du conseil de surveillance ne disposeront pas de suffisamment d'informations pour porter un jugement fort et indépendant sur la stratégie. Dans le même sens, Brickley et al. (1997) évoquent le coût d'information, c'est-à-dire, le coût lié au transfert de celle-ci entre le directoire et le conseil de surveillance. La présence de dualité de direction au sein du CA est aussi perçue négativement par le marché à l'occasion de l'annonce d'une opération de F&A. Cette perception est due à l'objectivité des évaluations faites par le conseil sur la transaction, dans la mesure où il est difficilement concevable qu'un président de conseil se sanctionne en tant que directeur général. De plus, Hayward et Hambrick (1997) trouvent une relation significative entre l'Hubris managérial et le poste de PDG. Pour ces auteurs, le prestige de ce poste est de nature à accroître l'ego de ceux qui l'occupent, ce qui les amènerait à réaliser des acquisitions, car convaincus de la pertinence de leurs évaluations.

La troisième caractéristique du conseil que nous avons analysée concerne la taille de celui-ci. En effet, le cadre théorique que nous avons mobilisé est défavorable aux conseils de grandes tailles. Il soutient que les conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs favorisent la domination des dirigeants et crée éventuellement des conflits d'intérêt entre les administrateurs et les managers. De plus, Lipton et Lorsch (1992) affirment qu'en réduisant la taille des conseils, les membres peuvent s'impliquer dans le processus de prise de décision plus facilement et de manière plus active. Nous avons, de ce fait, supposé une relation négative entre la taille du conseil d'une banque initiatrice et sa performance boursière. Toutefois, comme nous l'avons présenté, sur l'ensemble des fenêtres événementielles étudiées, nous n'avons pu cerner aucun lien significatif entre la taille du conseil de l'acquéreur et ses rendements anormaux. Le même constat a été fait par Masulis et al. (2007) ainsi que Lehn et Zhao (2006). Ces derniers n'ont détecté aucun impact du nombre d'administrateurs siégeant aux conseils des firmes initiatrices sur les rentabilités anormales de celles-ci. Dans le secteur bancaire, Subrahmanyam et al. (1997) et Hagendorff et al. (2008) trouvent des résultats similaires aux Etats-Unis et en Europe. La taille des conseils ne constitue donc pas un facteur différenciateur des performances constatées. Les établissements sont en effet libre de choisir le nombre de personnes qui siègeront dans leurs conseils, ce qui explique la moyenne de 18 membres, que nous avons relevée, oscillant entre un minimum de 6 membres et un maximum de 31 membres. Notons également que l'activité de F&A des grandes banques de notre échantillon peut aussi être à l'origine de ces différences dans la taille des conseils.

Par ailleurs, recrutés pour leurs compétences et leur indépendance à l'égard des dirigeants, les membres externes (non-exécutifs) du conseil ont pour rôle d'accentuer le contrôle des dirigeants en s'opposant aux décisions les plus contestables (Weisbach 1988). Ce point de vue, soutenu par les tenants de la perspective de l'agence, nous a conduit à supposer une relation positive entre la proportion des administrateurs externes au conseil de l'acquéreur et les rendements anormaux de ce dernier. Cette relation positive a été validée avec un coefficient de régression significatif sur les deux fenêtres (-1, +1) et (-2, +2). Plusieurs auteurs ont conclu à un même résultat, nous en citerons Byrd et Hickman (1992) ou Johnson, Hoskisson et Hitt (1993). Ces derniers trouvent que les firmes initiatrices d'offres publiques présentent une rentabilité anormale plus élevée si leurs conseils ont une majorité d'administrateurs externes. Le secteur bancaire présente aussi des résultats similaires, établis notamment par Cornett et al. (2003) et Hagendorff, Collins et Keasy (2008). Ces derniers auteurs trouvent une relation positive et significative entre la performance de l'acquéreur et l'indépendance des conseils, malgré la présence d'une forte régulation bancaire dans certains états américains. Cette conclusion constitue selon les auteurs un appui à l'hypothèse de complémentarité entre les mécanismes de gouvernance, en l'occurrence, l'indépendance des CA et la régulation du secteur. En général, et comme l'ont souligné Lipton et Lorsch (1992), les administrateurs externes sont motivés par la protection des intérêts des actionnaires au même titre que leurs réputations professionnelles d'experts indépendants.

Enfin, concernant la dernière caractéristique du conseil analysée, nous avons supposé, conformément à la théorie de l'agence, qu'un actionnariat significatif des administrateurs de l'acquéreur est associé à de meilleurs rendements anormaux. En effet, en tant que levier financier d'alignement, la détention des membres du conseil d'un pourcentage du capital d'un établissement devrait permettre d'accroître leur diligence et leur implication, dans la mesure où ils supporteraient une fraction élevée du coût généré par les mauvaises décisions. Toutefois, nos résultats n'indiquent aucune association significative entre l'actionnariat des administrateurs et la performance quelle que soit la fenêtre d'événement retenue. La détention par les administrateurs d'une fraction d'actions ne garantit donc pas nécessairement une plus grande création de valeur pour l'ensemble des actionnaires. Cela conteste ainsi l'hypothèse de convergence des intérêts des administrateurs et des actionnaires contre l'hypothèse de la neutralité. Selon cette dernière, la structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de la firme, c'est-à-dire que toutes les structures de propriété sont équivalentes (Demsetz, 1983).

1.2. Influence des différents déterminants de la performance sur les rendements anormaux de l'acquéreur

Un certain nombre de variables de contrôle a été retenu dans cette thèse. Celles-ci constituent, d'après la littérature relative aux F&A, des déterminants décisifs pouvant être à l'origine des variations constatées dans les réactions des marchés à l'annonce d'une opération. Ces déterminants peuvent se rattacher soit à la transaction (méthode de paiement, diversification...), soit à la cible (son statut, sa taille...) ou soit encore à l'acquéreur (sa performance avant acquisition...). Ces mêmes variables citées constituent par ailleurs des déterminants des primes versées comme il ressort de la littérature. Ce dernier point est important pour le déroulement du test de la médiation que nous le discuterons ultérieurement.

Concernant l'effet direct de chacune des variables de contrôle précitées sur la performance, nous avons relevé une association très significative entre les rendements anormaux des banques acquéreuses et l'utilisation du cash comme moyen de financement de l'opération. Cette significativité concerne les trois fenêtres d'événement étudiées à des seuils très significatifs. En effet, ce résultat est conforme au modèle d'asymétrie informationnelle de Myers et Majluf (1984). Il va aussi dans le même sens que la plupart des résultats analysant l'impact de la méthode de paiement sur la performance. Nous en citerons ceux de Travlos (1987), Asquith et al. (1990), Servaes (1991), Andrade et al. (2001) et Campa et Hernando (2009).

En effet, selon la conception de Myers et Majluf, les dirigeants de la firme initiatrice et de firme la cible vont choisir la méthode de paiement lors des opérations de F&A en fonction de l'information privée qu'ils possèdent sur leur propre société. Dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, l'utilisation de titres comporte un désavantage par rapport à l'utilisation du cash car elle signale au marché une surévaluation des titres. Par ailleurs, l'incidence favorable de l'utilisation du cash peut être également due à la réduction des coûts d'agence des cash-flows libres.

Si les transactions payées avec du cash sont souvent associées à des rendements anormaux supérieurs, l'impact de la proximité géographique sur ces rendements présente, en revanche, des résultats mitigés. En effet, certains auteurs sont favorables aux rapprochements domestiques (Houston et Ryngaert, 1997 ; de Beitel et al., 2003 ; Cakici et al., 1996 ; Eckbo et Thornburn, 2000 ; Moeller et Schlingemann, 2005), d'autre sont plutôt en faveur des opérations transfrontières (Eun et al., 1996 ; Morck et yeung, 1992 ; Doukas, 1995). Toutefois, pour notre échantillon de banques européennes, nous n'avons soulevé aucune association significative entre la proximité géographique des établissements engagés et la performance boursières des initiateurs. Cette même conclusion a été faite par Hamza (2007) pour les entreprises acquéreuses françaises. Le marché semble donc

indifférent à une stratégie de développement international par rapport aux opérations de recentrage géographique menées par les établissements. Cela est d'autant plus vrai pour les banques européennes de notre échantillon faisant partie de l'indice Dj Stoxx 600 banks, qui sont de nature universelle et à vocation internationale. Ainsi, le caractère transfrontalier d'un deal ne semble pas être très différenciateur des niveaux de performance constatés pour ces grandes banques, qui cumulent simultanément diversification et croissance en dehors de leurs frontières.

Par ailleurs, nous avons aussi essayé de cerner l'impact que pourrait avoir certaines caractéristiques de la cible sur la performance de l'acquéreur. Les plus déterminantes d'après la littérature sont la taille et le statut. Par rapport à la taille relative de la cible, mesurée par le rapport des totaux du bilan des deux protagonistes, seule la fenêtre (-2, 2) présente une association positive et significative. Ce résultat, contraire à notre proposition de départ, est en adéquation avec les conclusions de Fuller et al. (2002) et Asquith et al. (1983), si nous nous limitons uniquement à la fenêtre (-2, +2). Pour ces auteurs, plus la taille relative de la cible est importante plus la rentabilité anormale moyenne est élevée pour la firme acquéreuse. L'explication qu'ils donnent est que les synergies potentielles sont plus importantes lorsque l'établissement acquis est de grande taille, à condition que ces synergies ne soient pas contrebalancées par les difficultés d'intégration d'une grande entité.

Quant à l'effet du statut de la cible, nous avons supposé que l'acquisition d'une banque non cotée produit des rendements anormaux positifs pour l'acquéreur. Cette proposition est justifiée par l'effet liquidité stipulant que les cibles non cotées ne peuvent être vendues aussi facilement que les sociétés cotées (Koeplin et al., 2000). Par conséquent, elles sont acquises avec une décote statistiquement significative en comparaison avec les sociétés cotées, ce qui se répercuterait positivement sur les rendements des établissements initiateurs.

Toutefois, nos résultats indiquent une absence d'influence significative du statut de la cible sur les rendements anormaux pour l'ensemble des fenêtres d'événement. Ce même constat a été rapporté par Ben Amar et al. (2009) dans le contexte canadien.

Enfin, nous avons aussi voulu vérifier l'existence d'un éventuel lien entre la performance pré-F&A et la performance post-F&A. Cette vérification est fondée sur l'hypothèse de l'hubris (Roll, 1969) soutenant que les dirigeants de firmes à hauts rendements historiques et à grande croissance de flux monétaires et de bénéfices sont plus enclins à surestimer leur potentiel à mener à bien une acquisition et à gérer la nouvelle entité. Ceci pourrait donc être moins bien perçu par les marchés qui, en suspectant une situation d'orgueil managérial lors d'une décision d'acquisition, pourraient réagir négativement à l'annonce. Toutefois, aucune relation significative entre la performance passée de l'acquéreur et ses rendements anormaux cumulés sur les trois fenêtres d'événement n'a été relevée, contrairement à Hayward et Hambrick (1997). Ces derniers ont pu mettre en évidence une association

significative conforme à l'hypothèse de l'hubris en utilisant des mesures comptables pour apprécier la performance avant l'opération.

2. Analyse de l'effet médiateur

Pour étudier cet effet médiateur, nous avons adopté l'approche de Baron et Kenny (1986) qui se présente comme une série de quatre tests successifs. Ces derniers nous ont permis de tester l'effet de la variable « prime » dans le processus d'impact de l'ensemble des variables indépendantes et de contrôle sur la variable dépendante « RAC ». Ainsi, nous comparerons les deux effets, direct et médiateur, afin de vérifier si une partie ou la totalité de l'impact des variables exogènes sur les rendements anormaux ne s'effectue pas via les primes versées.

2.1. Impact médiateur de la prime sur la relation entre les caractéristiques du conseil de l'acquéreur et sa performance

Nous avons précédemment relevé un impact direct de la forme du conseil ainsi que de la dualité de direction sur les rendements de l'acquéreur. Reste maintenant à expliquer ce processus d'impact, c'est-à-dire, s'il pourrait s'exercer à travers les primes d'acquisition.

Concernant la forme du conseil, nous avons supposé, conformément à la théorie de l'agence, une association positive entre la présence d'un conseil de surveillance et les rendements anormaux grâce à des primes moins élevées. Les régressions effectuées indiquent, toutefois, une médiation partielle mais contraire au sens supposé. Cela signifie qu'une partie de l'effet de cette variable explicative est médiatisée par la prime, mais une autre partie de cet effet s'exerce directement sur les RAC. De plus, les relations négatives cernées semblent davantage appuyer les arguments des tenants du *stewardship* qui stipulent que la séparation des fonctions stratégiques de décisions et de contrôle conduit un leadership ambigu et moins clair susceptible d'affecter la définition et l'implémentation de la stratégie. Cela peut donc conduire à des évaluations moins précises des cibles, du fait de problèmes d'informations et de transfert de celles-ci, ce qui entraîne le versement de primes plus élevées et par conséquent de faibles rendements pour l'acquéreur.

Toutefois, cette conception ne peut être retenue au regard des résultats portant sur l'impact de la dualité. Celui-ci paraît donc conforme aux prescriptions de la théorie de l'agence, dans la mesure où nous avons relevé que le cumul des fonctions de président et de directeur général influence négativement les rendements de l'acquéreur, du fait d'une moindre objectivité dans l'évaluation des actions et des décisions lorsqu'on est « juge et partie ». A côté de cet effet direct, nous n'avons relevé

aucun effet médiateur de la prime, ce qui montre que l'incidence négative de la dualité ne s'exerce pas à travers le versement de primes élevées comme le suggère les tenants de l'hubris (Hayward et Hambrick, 1997).

Par ailleurs, associé à la vigilance des administrateurs, l'accroissement de la taille du conseil peut également favoriser la domination du dirigeant et les conflits de groupe, comme le stipule les théoriciens de l'agence. Toutefois, nos résultats n'indiquent aucun impact ni sur les primes ni sur les rendements anormaux, quelle que soit la fenêtre événementielle. Cette conclusion rejoint celle de Hagendorff et al. (2008), dont l'étude a porté également sur les banques américaines et européennes. Ils n'ont détecté aucune incidence du nombre d'administrateurs siégeant au conseil des firmes initiatrices sur les rentabilités anormales de celles-ci.

Quant à la quatrième caractéristique du conseil, elle constitue l'un des attributs les plus étudiés de cet organe car elle est synonyme de son objectivité. Ainsi, beaucoup de théoriciens d'agence associent la domination des conseils par des membres externes à une meilleure performance, notamment à l'occasion des acquisitions, à travers un encadrement plus étroit des primes de contrôle et de toutes les discussions autour de ces opérations (Hayward et Hambrick, 1997). Nous avons auparavant validé le lien direct entre la proportion des externes et la rentabilité anormale d'un acquéreur. L'introduction du facteur médiateur dans cette relation indique, d'après nos résultats, une médiation partielle de la prime versée, et ce, uniquement sur la fenêtre réduite de trois jours. Ainsi, une partie de l'effet de la proportion des externes s'exerce de manière directe sur les RAC (-1, 1), et l'autre partie, de manière indirecte par l'intermédiaire des primes. De ce fait, et compte tenu des signes des coefficients de régression relevés, nous pouvons conclure que plus le nombre d'administrateurs externes présents au conseil de l'acquéreur est élevé, plus les rendements anormaux sont importants, dans la mesure où les évaluations seront plus rigoureuses et les primes mieux maîtrisées.

Enfin, en tant que mesure financière incitative induite par la théorie de l'agence, nous avons également supposé que le pourcentage du capital détenu par les membres du conseil influence positivement les rendements anormaux de l'initiateur grâce à des primes versées moins élevées. Toutefois, nos résultats ne montrent aucune association significative entre l'actionnariat des administrateurs, la prime et la rentabilité anormale sur toutes les fenêtres d'événement. Cette conclusion va dans le même sens que celle de Hayward et Hambrick (1997) qui ne relèvent aucun impact significatif de l'actionnariat des administrateurs, notamment des externes, sur le degré de vigilance du conseil dans l'atténuation de l'hubris du management et la supervision du niveau des primes payées. Ce résultat conteste ainsi l'hypothèse de convergence des intérêts des administrateurs et des actionnaires, dans la mesure où la structure de propriété semble être neutre quant à son incidence sur la performance.

2.2. Impact médiateur de la prime sur la relation entre les différents déterminants de la performance et les rendements anormaux de l'acquéreur

Les différents déterminants de la performance que nous analysons dans nos équations de régression sont aussi des déterminants des primes de contrôle. Nous reviendrons à présent sur le processus d'impact de chacune de ces variables contrôlées sur les rendements anormaux de l'acquéreur.

En ce qui concerne la méthode de paiement, l'étude de l'effet direct de cette variable a révélé une association très significative et positive entre l'utilisation du cash comme moyen de paiement et les rendements de l'acquéreur. La prise en compte de la prime d'acquisition, en tant qu'antécédent de la performance et en tant que variable endogène pour la méthode de paiement, a mis en évidence une situation de médiation partielle sur la fenêtre (-1, 1). Autrement-dit, l'utilisation du cash est associée à de meilleurs rendements anormaux grâce à des primes moins élevées. Comme nous l'avons déjà souligné, cette conclusion englobe, d'une part, les résultats associant les rendements positifs à l'utilisation du cash (Travlos, 1987 ; Asquith et al., 1990 ; Servaes, 1991 ; Andrade et al., 2001 ; Campa et Hernando, 2009), et d'autre part, ceux liant ce même moyen de paiement à des primes moins élevées (Shawky et al., 1996). Elle est, de ce fait, cohérente avec le modèle de compétition anticipée de Fishman (1989), soutenant que l'initiateur utilise du cash afin de signaler une évaluation importante de la cible de telle sorte à décourager toute compétition potentielle avec d'autres offreurs. Ainsi, en écartant la concurrence, la prime offerte sera moins importante, ce qui se répercutera positivement sur les rendements de l'acquéreur.

Concernant l'incidence de la proximité géographique, et comme pour l'effet direct, nous n'avons relevé aucun effet médiateur de la prime sur la relation entre la diversification et la performance de l'acquéreur. Globalement, les résultats sur cette causalité sont mitigés, et les arguments avancés vont de la difficulté d'évaluation de cibles étrangères aux problèmes culturels en passant par les contraintes réglementaires imposées par les pays, en l'occurrence, ceux des établissements cibles. Cette indifférence du marché en présence d'une stratégie de développement international par rapport aux opérations de recentrage géographique a été aussi rapportée par Hamza (2007) dont l'étude a porté sur des firmes acquéreuses françaises. Ainsi, l'absence de pouvoir explicatif et différenciateur pour cette variable paraît justifiée, comme nous l'avons précédemment souligné, dans la mesure où les grands établissements bancaires de notre échantillon sont universels et à vocation internationale. Par ailleurs, nous avons relevé précédemment un effet direct et peu significatif de la taille relative de la cible sur les rendements anormaux de l'acquéreur et qui concerne uniquement la fenêtre (-2, 2). Cependant, ce dernier effet disparaît totalement lorsque nous introduisons la variable médiatrice. Cette dernière n'intervient donc pas dans le processus d'impact de la taille relative de la cible sur les

RAC de l'acquéreur. Le même constat peut être fait pour les deux autres déterminants, à savoir le statut de la cible et la performance passée de l'initiateur. Pour le premier déterminant, aucune relation significative directe ou indirecte n'a été cernée. Ainsi, les réactions du marché et les primes versées semblent être indifférentes par rapport au statut de la banque achetée. Quant à la performance avant acquisition de l'acquéreur, bien qu'une relation très significative soit mise en évidence entre cette variable et la prime, nous n'avons relevé aucun effet médiateur de cette dernière, du fait de l'absence de lien direct entre la performance passée de l'acquéreur et ses rendements anormaux. L'impact significatif de ce déterminant sur la prime appuie donc l'hypothèse de l'hubris, validée également par Hayward et Hambrick (1997). Ces derniers considèrent que le succès du management a pour effet d'accroître son orgueil et sa tendance à surestimer sa dextérité à réussir des acquisitions et par conséquent à surpayer celles-ci dans le but de les conclure.

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Associées à l'objectivité du conseil, l'absence de dualité de direction et la domination de cet organe par des membres externes ont une incidence favorable sur la performance de manière générale et celle des opérations de F&A en particulier. Cette performance, que nous avons mesurée de façon boursière, montre que les marchés attendent que les conseils d'administration et de surveillance jouent un rôle important dans la conduite des affaires des banques et des entreprises en général. C'est dans ce sens que Genaivre (2006) relève une réaction positive du marché à l'annonce de l'introduction d'administrateurs indépendants dans les conseils des firmes cotées au CAC40 en 2002 se traduisant par une surcotation de +10,61% sur les titres en moyenne. Dans le contexte des opérations de F&A, nous avons trouvé la même incidence positive de la présence de personnalités extérieures au conseil en proportion plus élevée que celle des membres internes. Elle se traduit, à l'annonce de l'opération, par des rendements boursiers qui progressent selon une pente positive et significative de 1,5% sur la fenêtre (-1, 1). Le même constat est fait pour la dualité de direction au conseil de l'acquéreur. Celle-ci est associée à une baisse de rentabilité anormale de plus de 0,5%, significative à 5% sur la fenêtre de trois jours.

En effet, selon Garat (1987), ces deux caractéristiques, synonymes d'indépendance et d'objectivité du conseil, contribuent à accroître la rationalité de cet organe et à réduire l'incertitude et les risques. Pour cet auteur, la présence de membres externes indépendants s'inscrit dans le cadre des organisations apprenantes, soucieuses d'évoluer pour durer. Elle révélerait, selon Genaivre (2006), la volonté des établissements de vouloir se donner un avantage compétitif et d'accroître leur « capital séduction » auprès des investisseurs professionnels et individuels.

En résumé, les résultats que nous avons obtenus soulignent que l'absence de dualité de direction au conseil et la domination de ce dernier par des membres externes signale au marché que la décision d'acquisition est prise conformément à l'objectif de maximisation de la valeur. En effet, comme le souligne Genaivre (2006), ces deux caractéristiques du conseil lui confèrent une objectivité lors des débats, ce qui lui permet de s'ériger en contre-pouvoir aux dirigeants ou administrateurs internes. Ainsi, le contrôle des négociations autour des opérations de F&A et des termes de celles-ci est très étroit, notamment, lors de la fixation des primes de contrôle. C'est d'ailleurs ce constat que nous avons confirmé dans l'étude de l'effet médiateur de la prime sur le lien entre la proportion des membres externes (non exécutifs) et les rendements boursiers de l'acquéreur. Nous avons relevé une

médiation partielle du niveau de la prime offerte supposant que l'indépendance du conseil envoie un signal positif au marché, d'une part, sur la qualité de la décision d'acquisition, et d'autre part, sur la qualité de l'encadrement du niveau de la prime de contrôle. Ainsi, à l'instar de Hayward et Hambrick (1997), nous avons trouvé une corrélation négative et significative entre le pourcentage des externes siégeant aux conseils des banques initiatrices et les primes versées par ces dernières aux banques cibles. Cela démontre que ces membres agissent dans l'intérêt de leurs actionnaires, dans la mesure où l'une des explications la plus avancée par les chercheurs du transfert de la richesse des actionnaires de l'acquéreur vers ceux de la cible à l'issue d'une acquisition réside dans la taille de la prime versée. Plus cette dernière augmente, plus le risque d'échec et de faillite pour l'acquéreur augmente aussi⁶⁸, ce qui n'est pas sans incidence sur sa rentabilité anormale.

Par ailleurs, et à côté de l'influence que pourrait avoir la structure des conseils des banques initiatrices sur le succès de leurs acquisitions, nous avons également contrôlé certains déterminants de performance qui ressortent de la littérature portant sur les opérations F&A. La méthode de paiement utilisée est de loin le déterminant de performance le plus influent que nous avons pu mettre en évidence dans notre étude empirique. En effet, nous avons trouvé que l'utilisation du cash est fortement associé à des rendements positifs pour l'acquéreur ce qui montre que les offres en numéraire sont plus séduisantes pour le marché que les offres en titres souvent perçues comme signe de surévaluation des titres de l'acquéreur. De plus, en tant qu'antécédent des primes de contrôle, la méthode de paiement exerce aussi un impact indirect sur la rentabilité anormale de l'acquéreur qui se justifie par un meilleur niveau de la prime offerte. L'explication pouvant être donnée à ce constat tient du fait que l'emploi du cash, comme mode de paiement, a un effet dissuasif dans la mesure où il signifierait une forte évaluation de la cible, ce qui permet d'écarter la compétition conformément au modèle de Fishman (1998). Ainsi, en l'absence de surenchères, le prix offert sera mieux maîtrisé.

📖 Nous allons à présent dresser, dans le cadre de notre conclusion générale, une synthèse de nos résultats et des différentes discussions qui s'y rapportent en mettant l'accent sur nos apports et limites, ainsi que sur les perspectives qui peuvent se dégager des questions soulevées.

⁶⁸ L'exemple de *Campeau Corporation* soulevé précédemment en première partie (section 1, paragraphe 3).

CONCLUSION GENERALE

En guise de conclusion générale, nous aimerions rappeler la modestie qui caractérise toute recherche essentiellement pour deux raisons : la première relative à son objet, la seconde relative aux perspectives ouvertes.

A travers cette étude, nous avons tout d'abord souligné l'importance du phénomène de F&A et le poids des conseils d'administration ou de surveillance des établissements engagés dans ces opérations. En effet, nos résultats indiquent que les marchés financiers attendent que les conseils jouent un rôle important lors de ces opérations. Leur objectivité et indépendance sont garants du succès de ces transactions très porteuses de conflits d'intérêts. Ainsi, les théoriciens de l'agence incombent au conseil la responsabilité principale de préserver les intérêts des actionnaires. Sa prise de position par rapport aux situations conflictuelles induites par les stratégies de F&A peut être prise comme un indicateur de son efficacité.

Afin d'évaluer l'efficacité du conseil, nous avons rattaché celle-ci à la performance post-acquisition des opérations de F&A. Nous n'avons pas cherché à vérifier la création de richesse au niveau de l'ensemble de l'opération, ni à évaluer les conséquences de la décision sur le long terme. C'est la raison qui justifie le choix des rendements anormaux cumulés (RAC) sur trois, cinq et sept jours autour de la date d'annonce de l'acquisition, comme variable dépendante. Cette méthode d'étude d'événement à fenêtre réduite suppose que la réaction initiale du marché reflète l'impact économique de l'événement de manière non biaisée. Cette supposition se fonde sur l'hypothèse d'efficience qui implique que les annonces financières, humaines, stratégiques et organisationnelles soient rapidement prises en comptes par les agents financiers, et par conséquent répercutées dans le prix des actions supposé incorporer toute l'information pertinente disponible sur le marché.

Ainsi, afin de cerner la qualité des délibérations du conseil et son degré de vigilance à l'occasion des décisions de F&A, nous avons mis en relation la réaction anormale du marché à l'annonce de la transaction et cinq principales caractéristiques du conseil. Il s'agit de la forme de celui-ci (moniste ou dualiste), de la présence de dualité de direction pour le cas des CA, de la taille du conseil, de la proportion des externes (non-exécutifs) parmi ses membres et enfin de l'actionnariat de ces derniers. Les modèles empiriques qui ont permis cette mise en relation sont sous forme d'équations de régression multiple. Ces dernières incluent également certains déterminants de la performance, qui ressortent très souvent des travaux antérieurs. Ainsi, nous avons contrôlé dans ces équations la méthode de paiement utilisée, la proximité géographique de l'acquéreur et de la cible, le statut et la taille de cette dernière et enfin la performance récente de l'acquéreur. L'ensemble de ces variables

contrôlées ainsi que les cinq caractéristiques du conseil évoqués plus haut, sont autant des déterminants de la performance que des primes versées, comme il ressort de la littérature. De plus, compte tenu des travaux validant l'existence d'une relation entre la prime de contrôle et les rendements boursiers post-acquisition, nous avons testé l'effet médiateur de la prime sur le lien entre l'ensemble des paramètres exogènes de notre modèle et les rendements anormaux cumulés de l'acquéreur. Ainsi, deux effets ont été étudiés afin de répondre à nos deux questions de recherche du départ.

A la première question « *Quel est l'impact de la structure du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux à l'annonce d'une opération de F&A ?* », nous avons trouvé que trois caractéristiques du conseil sur cinq ont une incidence significative directe sur les rendements des banques initiatrices. Tout d'abord, la forme bicéphale à directoire et conseil de surveillance est négativement associée aux RAC de l'acquéreur. Ce résultat indique donc que la forme bicamérale n'est pas perçue favorablement par le marché au moment de l'annonce de l'opération. Ainsi, malgré la séparation des deux fonctions de décision et de contrôle voulue par les tenants de l'agence, la forme traditionnelle à CA semble être mieux adaptée au secteur bancaire, dont la complexité et le dynamisme nécessitent des structures simples notamment en termes d'unicité du pouvoir. D'après la théorie de l'intendance, le CA présenterait un leadership plus clair permettant d'atténuer les problèmes d'information et de communication et d'être plus réactif dans un environnement complexe pour saisir ses opportunités stratégiques (F&A...).

Si le marché paraît donc être plus favorable au CA, il l'est encore plus dans le cas où le président de ce dernier n'occupe pas en même temps le poste de directeur général. En effet, nos résultats indiquent une incidence défavorable de la présence de dualité de direction dans les CA des banques acquéreuses et les rendements boursiers de ces derniers. Elle montre, conformément à la conception de l'agence, que le cumul des fonctions de directeur général et de président du CA permet aux dirigeants de défendre plus aisément les projets qu'ils ont initiés et mis en œuvre. Cela pourrait donc signaler au marché que le *deal* n'est pas conduit dans l'intérêt des actionnaires, compte tenu du pouvoir très influent du PDG, de son ego et du fait qu'il est difficilement concevable qu'un président de conseil se sanctionne en tant que directeur général.

La troisième caractéristique du conseil qui a eu aussi une incidence favorable sur les rendements anormaux des banques acquéreuses est la proportion des membres externes siégeant aux conseils. En effet, la domination du conseil par des personnalités extérieures augmente son indépendance et l'objectivité de ses jugements. De plus les compétences de ces membres externes leur confèrent le titre d'experts indépendants, dont le rôle est encore plus déterminant à l'occasion des décisions de F&A. Selon Lipton et Lorsch (1992), les membres externes peuvent s'opposer aux décisions les plus

contestables, car ils sont motivés par la protection de leur « capital réputationnel » sur le marché des dirigeants et des administrateurs. A contrario, les membres internes ne disposent pas du pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants, dans la mesure où ces membres sont des cadres ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement de la direction. De ce fait, plus la proportion des externes est élevée, plus la réaction du marché à l'annonce de la transaction est positive, car cette présence d'externes signale au marché la qualité du contrôle et des évaluations effectuées pour mener à bien l'opération dans l'intérêt des actionnaires.

Enfin, concernant les deux dernières caractéristiques étudiées du conseil, nous n'avons relevé aucune incidence de celles-ci sur les rendements des banques acquéreuses. Il s'agit, d'une part de la taille du conseil des banques, et d'autre part, du pourcentage du capital des banques détenu par les administrateurs. En effet, nous avons supposé, à l'instar des théoriciens de l'agence, qu'un conseil de taille réduite favoriserait davantage l'implication de ses membres tout en atténuant la formation de coalitions en son sein. Toutefois, la non-corroboration de cette hypothèse suggère que la taille des conseils n'est pas très déterminante pour le cas des grands établissements bancaires de notre échantillon. En effet, ni les rapports professionnels de bonne gouvernance, ni les chercheurs ne sont unanimes quant au nombre d'administrateurs qui serait efficace pour garantir le bon fonctionnement du conseil. Ainsi, les entreprises et les banques choisissent la taille de leurs conseils en fonction de facteurs liés à leurs caractéristiques et à leur environnement. C'est ainsi que les banques coopératives et mutualistes peuvent présenter un nombre élevé d'administrateurs, représentant les différentes caisses régionales ou les diverses parties prenantes, afin de permettre à chacune d'entre elle d'exercer ses droits (Crepin et al., 2004). De plus, les grandes banques de notre échantillon sont très actives sur le marché des F&A comme il ressort de la base de données *Zephyr* que nous avons interrogée. De ce fait, la taille de leurs conseils peut déroger temporairement à la moyenne fixée par chacune d'entre elles. Par ailleurs, nous avons également formulé l'hypothèse d'une meilleure implication des membres du conseil et d'un meilleur alignement de leurs intérêts sur ceux des actionnaires lorsqu'ils détiennent une participation significative dans le capital. Toutefois, l'absence de significativité du coefficient de régression associé à ce facteur suggère que les marchés sont davantage plus attentifs à la forme et la composition du conseil qu'à l'actionnariat de ses membres dans l'appréciation de la qualité de cet organe à l'occasion des opérations de F&A.

En outre, et dans le cadre de l'analyse du processus d'impact des caractéristiques du conseil sur la performance de l'acquéreur, nous avons introduit l'effet médiateur de la prime de contrôle versée. Cet effet a pour objectif de répondre à notre deuxième question de recherche « *L'influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux s'explique-t-elle par le*

niveau de la prime de contrôle versée ? ». En effet, l'étude du processus médiateur a pour objectif de vérifier « pourquoi, comment » l'effet « conseil de l'acquéreur/performance de l'acquéreur » existe. Pour répondre à cette question, nous avons adopté une série de tests développés dans l'approche de Baron et Kenny (1986) afin d'apprécier la médiation de la prime. Ces tests se fondent sur trois équations visant à régresser, tout d'abord, la performance de l'acquéreur sur la structure du conseil, puis la prime sur la structure du conseil et enfin la performance sur à la fois la prime et la structure du conseil. La quatrième étape du test a pour objet de conclure sur le type de médiation (partielle ou complète).

Nos résultats indiquent que seules deux caractéristiques du conseil sur cinq ont une influence directe et indirecte sur les rendements anormaux de l'acquéreur. La première est la forme du conseil, qui associe négativement et significativement l'adoption de la forme bicamérale par le conseil de la banque acquéreuse aux rendements anormaux de celle-ci, du fait des primes versées plus élevées. Comme nous l'avons déjà souligné, ce constat semble être plus cohérent avec la théorie du « *stewardship* » qu'avec celle de l'agence. Selon la première approche, la séparation des fonctions stratégiques de décisions et de contrôle conduit à un leadership moins clair, à des problèmes d'information et de communication et à l'absence de surveillance mutuelle entre les membres du directoire et du conseil de surveillance. Cela peut donc conduire à des évaluations moins précises des cibles, ce qui entraîne le versement de primes plus élevées et par conséquent de faibles rendements pour l'acquéreur.

La seconde caractéristique ayant aussi un impact indirect significatif sur la performance est la proportion des membres externes (non-exécutifs) au conseil. Nous avons ainsi trouvé que cette proportion influence positivement les RAC de l'acquéreur grâce à un meilleur contrôle et maîtrise des primes versées. Cette conclusion rejoint celle de Hayward et Hambrick (1997), qui associent la domination du conseil par des membres externes à une meilleure vigilance de cet organe et un encadrement plus étroit des primes de contrôle et de toutes les discussions autour de ces opérations. Notons que l'introduction de la prime dans la relation a mis en avant une situation de médiation partielle, c'est-à-dire, qu'une partie de l'effet de la proportion des externes s'exerce de manière directe sur les rendements, et l'autre partie, de manière indirecte par l'intermédiaire des primes offertes.

Pour les trois autres caractéristiques du conseil, nous n'avons pas relevé d'impact indirect de la dualité, de la taille et de l'actionnariat des membres du conseil sur la performance de l'acquéreur. Concernant la dualité de direction, seule une relation directe est relevée après avoir contrôlé la prime. Cela montre donc l'absence d'effet médiateur de cette dernière sur la relation « dualité/RAC ».

Par ailleurs, dans le cadre des deux effets, direct et médiateur, nous avons contrôlé les déterminants de la performance et des primes de contrôle présentés plus haut. Nos résultats indiquent que la méthode de paiement utilisée est la seule variable qui impacte directement et indirectement les RAC de l'acquéreur. Ainsi, nous avons relevé, d'une part, que l'utilisation du cash est associée positivement à ces rendements, et d'autre part, que cette influence positive s'exerce aussi indirectement grâce à des primes moins élevées. Le résultat de l'effet direct de la méthode de paiement est cohérent avec l'hypothèse du contenu informationnel de Myers et Majluf (1984), stipulant que dans un contexte d'asymétrie informationnelle, l'utilisation de titres comporte un désavantage par rapport à l'utilisation du cash car elle signale au marché une surévaluation des titres. Quant à l'effet indirect du financement des opérations en espèces, il semble cohérent avec le modèle de compétition anticipée de Fishman (1989). Celui-ci soutient que l'initiateur utilise du cash afin de signaler une évaluation importante de la cible de telle sorte à décourager toute compétition potentielle avec d'autres offreurs. Ainsi, en écartant la concurrence, la prime offerte sera moins importante, ce qui se répercutera positivement sur les rendements de l'acquéreur.

Pour les autres déterminants, nous avons relevé l'effet direct de la taille relative de la cible sur les RAC de l'acquéreur. Ainsi, nous avons trouvé que le rapport des totaux du bilan des deux protagonistes est positivement associé à la performance. Ce résultat présente une causalité contraire à celle que nous avons supposée initialement. Toutefois, elle est en adéquation avec les conclusions de Fuller et al. (2002) soulignant que plus la taille relative de la cible est élevée, plus les synergies potentielles sont importantes, à condition que celles-ci ne soient pas contrebalancées par les difficultés d'intégrer une grande entité.

Quant aux autres déterminants, nous n'avons relevé aucun impact significatif direct ou indirect de la diversification géographique, du statut de la cible et de la performance passée de l'acquéreur sur les rendements anormaux de ce dernier. La non-corroboration des hypothèses associées à ces déterminants pourrait être due à des facteurs, tels que, la nature universelle des banques de notre échantillon qui ont cumulé simultanément diversification et croissance hors de leurs frontières, ce qui pourrait expliquer l'indifférence des marchés à l'annonce par ces établissements d'opérations domestiques ou transfrontières. Pour le *listing effect*, l'acquisition de cibles cotées ou non cotées ne semble pas également impacter le cours boursier de l'initiateur à l'annonce de l'opération. Enfin, pour la performance récente de l'offreur, le choix de la mesure comptable pourrait être à l'origine de l'absence de corrélation entre la performance avant et après la transaction. Bien que cette mesure comptable soit largement utilisée dans les recherches antérieures, beaucoup d'auteurs privilégient une mesure boursière sur plusieurs jours de la performance avant-acquisition.

En somme, l'ensemble des résultats obtenus montrent l'importance de certaines caractéristiques des conseils des établissements acquéreurs, dont la structure et la composition peuvent influencer la perception de l'opération par le marché. Ainsi, nous avons relevé que l'objectivité du conseil de l'acquéreur est associée à une meilleure performance à l'annonce de l'acquisition. Cette objectivité est déterminée notamment par l'absence de dualité de direction et l'indépendance des conseils. Ces résultats démontrent donc le bien-fondé des recommandations des différents codes et rapports professionnels, tels que les rapports Cadbury (1992) et Hampel (1998) au Royaume-Uni, qui ont vivement encouragé la séparation des fonctions de président et de directeur général, ce qui a conduit plus de 90% des sociétés britanniques à adopter cette solution d'après Caby et Hirigoyen (2001). De même, l'augmentation de la proportion des membres externes, notamment indépendants, aux conseils a aussi été largement recommandée par les différents rapports sur la gouvernance des entreprises. Par exemple, en France, le rapport Viénot II (1999) stipule que les administrateurs indépendants doivent représenter un tiers des membres du conseil dans les sociétés non contrôlées à capital dispersé. Cette proportion est augmentée à 50% en 2002 dans le cadre du rapport Bouton. Selon ce rapport, « *la participation d'administrateurs indépendants répond à une attente du marché et qu'elle est de nature à améliorer la qualité des délibérations* ». Cela a été vérifié dans notre étude car nous avons relevé une réaction positive du marché à l'annonce d'une opération de F&A approuvée par un conseil dominé par des membres externes, ce qui montre que le marché associe une meilleure qualité de délibération à ce facteur. Ce dernier influence aussi, par ailleurs, la performance de l'acquéreur à travers la prime que celui-ci verse aux actionnaires de la cible. En effet, le rôle des membres externes est de contrôler les décisions des dirigeants qui peuvent ne pas agir dans l'intérêt des actionnaires, notamment en présence de *cash-flows libres* dans la banque. Ainsi, ces dirigeants peuvent être enclins d'entreprendre des acquisitions coûteuses, en versant des primes très généreuses, afin d'améliorer leur situation personnelle. De plus, comme le stipule l'hypothèse de l'hubris, certains dirigeants peuvent également surestimer leur dextérité à réussir leurs acquisitions, ce qui les amènerait à offrir des primes très élevées. Ainsi, le rôle de conseils indépendants serait de prévenir ces comportements managériaux en œuvrant dans l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où le versement de primes élevées est à l'origine du transfert de richesse de l'initiateur vers la cible.

Globalement, nous pouvons dire que l'apport de cette étude peut se situer à deux niveaux. Le premier est d'ordre théorique, et se rapporte aux modèles utilisés combinant différentes conceptions théoriques, allant de la théorie de l'efficience à la théorie de l'agence en passant par celle de l'*Hubris* ou encore du « *Stewardship* ». Le but de la mobilisation de toutes ces perspectives théoriques est d'essayer de vérifier si les facteurs de succès d'une acquisition dépendraient davantage de certains aspects de la gouvernance, analysés par différentes approches telles que l'agence, l'intendance ou

l'Hubris, que d'autres aspects propres à la transaction (asymétrie d'information, *free cash flows...*) et aux parties concernées (théorie de la prime de liquidité, l'Hubris...). Ainsi, la validation de nos différentes hypothèses de recherche constitue un test joint de ces dernières et des différentes conceptions théoriques précitées.

Le second apport du présent travail est d'ordre managérial, dans la mesure où il apporte un modeste éclairage aux différents acteurs et intervenants sur le marché des F&A, sur l'ensemble des facteurs pouvant être source de création ou de destruction de valeur. Ces facteurs concernent notamment la structure des conseils qui signifierait au marché la qualité des délibérations faites par cet organe à l'occasion des opérations de F&A. Ils concernent par ailleurs également certaines caractéristiques propres à la transaction, telles que la méthode de paiement, ou encore d'autres attributs des parties engagées dans ces opérations, tels que leurs tailles relatives.

Bien sûr, notre travail n'est pas exempt de limites. Celles-ci sont notamment d'ordre méthodologique et sont liées aux limites des études d'événement. En effet, comme nous l'avons déjà souligné, cette méthodologie repose sur l'efficience des marchés. Elle suppose que les dirigeants détiennent des informations « privées » sur les gains potentiels de ces opérations, et que les investisseurs rationnels vont tenter de les cerner à l'aide des informations relevées au moment des annonces publiques (Navatte et Schier, 2008). Toutefois, comme le souligne ces auteurs, il semble excessif de faire totalement confiance aux marchés qui, dès l'annonce d'une F&A sont censés lui attribuer plus ou moins de vertus (rendements anormaux positifs ou négatifs pendant la fenêtre étudiée). Cela supposerait donc que le marché boursier est en mesure d'évaluer instantanément, et sans se tromper, le résultat à déduire d'effets multiples (synergies, diversification, hubris, enracinement...) dûs à des opérations à motivations complexes. Ainsi, pour Navatte et Schier, « *faire confiance au marché boursier pour démêler instantanément l'écheveau semble délicat* ». En effet, bien que nous ayons eu des associations significatives entre les rentabilités anormales des banques acquéreuses et certains déterminants, beaucoup de chercheurs et analystes s'accordent sur le caractère aléatoire de la variation des prix des actions sur les marchés où l'on parle alors de marche au hasard des taux de rentabilité.

L'autre limite de la présente thèse que nous pouvons citer est sans doute liée à la dimension retenue de la performance, et qui est très réductrice de la réalité plurielle d'une banque. En effet, nous n'avons mis en avant que la rentabilité anormale boursière des actionnaires des banques initiatrices. Or dans ces dernières, d'autres aspects de la performance devraient être également privilégiés dans le cadre d'une gouvernance partenariale plus élargie et non seulement financière.

Ainsi, la prise en compte dans le concept de performance des intérêts des autres parties prenantes peut constituer une perspective dans l'étude des opérations de F&A. De plus, une mesure de la

performance boursière sur longue période pourrait être aussi une solution aux problèmes d'efficience que posent les analyses à court terme. Dans ce contexte, Navatte et Schier (2008) soutiennent également que la prise en compte dans l'appréciation des opérations de F&A par les marchés d'autres catégories d'investisseurs ainsi que de l'organisation du marché et de sa microstructure peuvent constituer des voies prometteuses à explorer.

Par ailleurs, le thème de la performance des opérations de F&A pourrait être aussi mis en relation avec d'autres caractéristiques de la gouvernance, outre que la composition et la structure des conseils, et qui sont très peu explorées par les chercheurs. Nous pouvons en citer l'engagement des actionnaires, et notamment des investisseurs institutionnels, dans ces opérations, l'analyse de certains aspects relatifs à la qualité des membres de la direction et des conseils, tels que l'âge, l'ancienneté, le nombre de mandats cumulés, etc. En outre, l'étude de l'influence de certaines mesures incitatives d'alignement du management, telles que la rémunération, peut également être cernée dans les prochains travaux cherchant la performance des établissements bancaires dans les caractéristiques de leurs gouvernances. Ces questions de gouvernance sont d'autant plus cruciales aujourd'hui que la crise semble remettre en cause l'efficacité des mécanismes internes de contrôle et les canons de la bonne gouvernance. C'est ainsi que dans leur étude intitulée « *Bank Boards et Financial Crisis* », le cabinet *Nestor Advisors* (2009) affirment que les exigences en termes de composition des CA et d'indépendance de ces derniers sont capitales mais pas suffisantes comme en témoignent les événements actuels. Ils notent que, « *ce n'est pas parce qu'un conseil est de taille réduite (ABN AMRO, UBS), comporte une forte proportion d'indépendants (Merrill Lynch, RBS), a des fonctions de Chairman et de CEO distinctes (ABN AMRO, UBS), qu'il est plus efficace comme l'a illustré l'impact de la crise sur les banques indiquées entre parenthèses* ». Ce constat invite donc analystes, investisseurs, régulateurs et l'ensemble de la communauté scientifique à mener des réflexions sur les dispositifs en place afin d'assurer la solidité des banques.

BIBLIOGRAPHIE

- Adams RB, Ferreira D. (2006). "Regulatory Pressure and Bank Directors. Incentives to Attend Board Meetings." , *Working Paper*, University of Queensland.
- Adams, R., Mehran, H. (2005), "Corporate performance, board structure and its determinants in the banking Industry". *EFA 2005 Moscow Meetings* (August 8, 2005).
- Adams, R., Mehran, H., (2003), "Is corporate governance different for bank holding companies?", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (April), 123-142.
- Adams, R., Mehran, H., (2004), "Board structure and Banking Firm Performance". *Working paper*, Federal Reserve Bank of New York.
- Adkisson, J. A. & Fraser, D. R. (1990), « The Effect of Geographical Deregulation on Bank Acquisition Premiums », *Journal of Financial Services Research*, 4 (2), 145-155.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F. and Mandelker, G.N. (1992), "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly", *Journal of Finance* 47, 1605-1621.
- Akhavain, J.D., A.N. Berger, and D.B. Humphrey, "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function", *Review of Industrial Organization*, 12 (1997).
- Aktas N., DE Bodt E. and Roll R. (2004), "European M&A Regulation is Protectionist", *EFA2004, Maastricht Meetings*, Paper 2318, March 2004.
- Alarakhia S. (2010), "An examination of the relationships between acquirer's board vigilance factors and premiums paid in acquisitions", *Alliant international*, University, San Diego, 243 pages.
- Albouy M. (2005), « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? », *Revue française de gestion*, avril, N°157, p. 169-188.
- Alexandre H. et Paquerot M. (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.
- Allard-Poesi F. et Maréchal C. (1999), "Construction de l'objet de la recherche", in *Thietart R.A et coll., Méthodes de Recherche en Management*, Dunod, Paris, 34-56.
- Allen, L. and A.S. Cebenoyan (1991), "Bank Acquisition and Ownership Structure: Theory and Evidence", *Journal of Banking and Finance* (August), 425-448.
- Al-Sharkas A. (2003), "Shareholder wealth effect in bank mergers: new evidence during the period (1980-2000)", *Congrès AFFI*, March.
- Altunbas, Y., and D. M. Ibanez, (2004), "Mergers and acquisitions and bank performance in europe. The role of strategic similarities", *ECB Working Paper Series No. 398*, European Central Bank. Frankfurt, Germany.
- Altunbas, Y., E.P.M. Gardener, P. Molyneux, B. Moore (2001), "Efficiency in European banking", *European Economic Review*, 45, 1931-1955.
- Ambler T. (1998), "Mediation and Moderation: Roles and Tests", *Pan'Agra Workin Paper*, N° 98-904, London Business School.
- Amel, D., Barnes, C., Panetta, F. (2004), "Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, p. 2493-2519.

- Anderson CW, Becher DA, Campbell I, Terry L. (2004). "Bank mergers, the market for bank CEOs, and managerial incentives." *Journal of Financial Intermediation*, 13, 6-27.
- Anderson, D., Sweeney, D. & Williams, T. (2007), *Statistiques pour l'économie et la gestion* (2e éd.), De Boeck.
- Andrade, G., M. Mitchell, et E. Stafford (2001), New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-120.
- Ang, J., et N. Kohers (2001), "The takeover market for privately held companies: The U.S. experience", *Cambridge Journal of Economics* 25, 723-748.
- Ang, James S. , and Richard L. Constand, 1997, Compensation and Performance: The Case of Japanese Managers and Directors, *Journal of Multinational Financial Management* 7, 275-304.
- Antoniou A. et Zhao H. (2004): "Long-run post takeover return: the impact of overlapping return, takeover premium, and method of payment", *Working Paper*, Centre for Empirical Research in Finance (CERF), Durham Business School, 14 January.
- Antoniou, A., D. Petmezas and H. Zhao (2007), "Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions", *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (7) & (8) (September/October): 1221-44.
- Apoteker T. (1996), "Les relations banques - PME : un éclairage théorique sur les stratégies pour les banques françaises", *revue banque stratégie*, n°130.
- Arbulu P. et Lamarque E. (2011), « Les restructurations et la reconstruction de la confiance envers les banques: une nécessité de l'après-crise », in *Management de la banque - Eric Lamarque.*, 3^{ème} édition-Pearson.
- Armour E (2002), "How boards can improve the odds of M&A success", *Strategy & Leadership*, Vol. 30, Issue 2, p13.
- Asimakopoulos I. et Athanasoglou P. (2009), "Revisiting the Merger and Acquisition Performance of European Banks" *Working Papers* 100, Bank of Greece.
- Asimakopoulos, I et Athanasoglou, P., (2009). « Revisiting the Merger and Acquisition Performance of European Banks », *Working Papers* 100, Bank of Greece.
- Asquith, P., (1983), "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics* 11, 1-83.
- Asquith, P., Bruner, R.F. et D.W. Mullins (1983), "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics* 11, 121-139.
- Asquith, P., R. Bruner, et D. Mullins (1983), "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics* 11, 121-139.
- Aziz, A. & Mortazavi, S. (1993), "Merger premium and the characteristics of the board of directors", *Managerial Finance*, vol. 19, pp. 7-24.
- Baker, M., C. F. Foley, and J. Wurgler, (2009), "Multinationals as arbitrageurs: The effect of stock market valuations on foreign direct investment", *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Baliga B., Moyer R., et Rao R. (1996), "CEO duality and firm performance: what's the fuss ", *Strategic Management Journal*, 17, 41-53.
- Ball C. and Torous W. (1988), "Price performance in the presence of event date uncertainty", *Journal of Financial Economics*, vol. 22: pp. 123-154.
- Ball, R and Brown, P. (1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers.", *Journal of Accounting Research*.

- Baradwaj, B. G., Dubofsky, D. A. and Fraser, D. R. (1992), "Bidder returns in Interstate and Intrastate Bank Acquisitions", *Journal of Financial Services Research*, Vol. 5, pp. 261-273.
- Barnes, P., (2000), "The identification of UK takeover targets using published historical cost accounting data. Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios". *International Review of Financial Analysis*, Vol.9, Issue 2, pp. 147-162.
- Baron R.M. et Kenny D.A. (1986), "The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations", *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 6, pp. 1173-1182.
- Bartley, J.W & C.M. Boardman (1986), "Replacement-cost adjusted valuation ratio as a discriminator among takeover target and non-target firms". *Journal of Economics and Business* 38: 41-55.
- Baumol, W.J (1959), *Business behaviour, value and growth*, New York, MacMillan.
- Baysinger, B. and Butler, H. N. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance and finance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organization* 1(1), 1985, 101-124.
- Baysinger, B. and Butler, H.N. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance and finance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organization* 1(1), 1985, 101-124.
- Beatty R, Santamero A. and Smirlock M. (1987), "Bank Merger Premiums: Analysis and Evidence", *Monograph Series in Finance and Economics*, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, 1987/3.
- Beaufort V. (2006), *Gouvernance d'entreprise en Europe*. Paris (France) : Economica - Droit des affaires.
- Becher D.A. et Campbell T.A. (2005), « interstate banking deregulation and the changing nature of bank mergers », *Journal of Financial Research*, Volume 28, Mars, Issue 1, pages 1-20.
- Becher, D. A. & Campbell, T. L. (2004): "Corporate Governance of Bank Mergers", *Proceedings – Federal Reserve Bank of Chicago*, May, pp. 267-287.
- Becher, D. A.(2000), "The valuation effects of bank mergers", *Journal of Corporate Finance*, 6, 189-214.
- Becher, D.A. et Frye, M.B. (2004) « Are bank CEOs more powerful? The effect of CEO power on compensation and performance », Avril, *Working paper*.
- Becher, DA et Frye, MB. (2007), « Does Regulation Substitute or Complement Governance? », *Working Paper*, Drexel University.
- Beitel P., Schiereck D. et Wahrenburg M. (2003), « Explaining the M&A-Success in European Bank Mergers and Acquisitions », *Center for Financial Studies Working Paper Series*, Johann Wolfgang Goethe University.
- Beitel, P., D. Schiereck and M. Wahrenburg (2004). "Explaining M&A-Success in European Banks", *European Financial Management*, 10 (1), pp. 109-140.
- Ben Amar W. et Boujenoui A. (2008), « Transparence de l'information au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise au Canada ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 14 (1): 169-190.
- Benson, G.J.; Hunter, W.C.; Wall, L.D. (1995): "Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: Enhancing the Deposit Insurance Put Option versus Earnings Diversification", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, N. 3, pp. 777-787.

- Berdot J-P., Léonard J., Nivoix S. (2006), "Valeurs de croissance contre valeurs de rendement : l'impossible stratégie", *Revue d'Economie financière*, November, vol.86, p.363-373.
- 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 A.N., D.B. Humphrey, F.W. Smith (1993), « Economies d'échelle, fusions, concentration et efficacité », *Revue d'Economie Financière*, 27, Hiver.
- 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., and Ofek E., (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics* 37, 39–65.
- Berger, A.N., R.S. Demsetz and P.E. Strahan (1999), "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, 23, 135-194.
- Berkovitch, E., et M. Narayanan, (1990), "Competition and the medium of exchange in takeovers", *Review of Financial Studies* 3, 153-174.
- Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, 2ème édition, 1956.
- Bertrand O., Zuniga P. (2006), "R&D and M&A: are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries", *International Journal of Industrial Organization*, 24 (2).
- Bessière V., (1999), "Offres publiques, pouvoir de négociation et partage des synergies," Center for Research in Finance, Montpellier.
- Bethel, J. E., Liebeskind, J. P. & Opler, T. 1998, "Block Share Purchase and Corporate Performance", *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 2, pp. 605-634.
- Bhagat, S., M. Dong, D. Hirshleifer and R. Noah (2005), "Do Tender Offers Create Value: New Methods and Evidence," *Journal of Financial Economics* 76: 3-60.
- Bhargava, R., & Fraser, D. (1998), "On the wealth and risk effects of commercial bank expansion into securities underwriting: An analysis of Section 20 subsidiaries". *Journal of Banking and Finance*, 22, 447–465.
- Bies, S.S. (2002), « Bank performance and corporate governance », *Bank For International Settlements Review*, N°55, Septembre.
- Binder J.J. (1998), "The event study methodology since 1969", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 11: pp. 111-137.
- Black, B., (1992), Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review* 39, 811-893.
- Blackburn, V., F. Dark, et R. Hanson, (1997), "Mergers, method of payment and returns to manager- and owner-controlled firms", *Financial Review* 32, 569-589.
- Bliss, R. T. & Rosen, R. J., (2001), "CEO compensation and bank mergers", *Journal of Financial Economics*, 61, 107 - 138.

- Bodolica, V. (2005), "Impacts of Mergers and Acquisitions on Executive Compensation of Acquiring Firms", Doctoral Dissertation, HEC Montreal, 338 p.
- Boehmer, E., Musumeci, J. and Poulsen, A. (1991), "Event study methodology under conditions of event induced variance", *Journal of Financial Economics*, vol. 30: pp. 253-272.
- Booth JR, Cornett MM, Tehranian H. (2002), "Boards of directors, Ownership, and Regulation", *Journal of Banking & Finance* 26, 1973-1996.
- Boyd B.K. (1995), « CEO Dality and Firm Performance: a Contingency Model », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p. 301-312.
- Bradley, M. (1980), "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", *The Journal of Business* 53, 345-376.
- Bradley, M., A. Desai, et H. Kim, (1983), "The rationale behind interfirm tender offers", *Journal of Financial Economics* 11, 183-206.
- Bradley, M., A. Desai, et H. Kim, (1988), "Synergic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Bradley, M., Desai, A. et E.H. Kim, (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Brennan, M., and P. Hughes. (1991), "Stock Prices and the Supply of Information." *Journal of Finance*, vol. 46, no. 5 (December):1665-91.
- Brewer, E., III, & 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 & 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 & Jagtiani, J. (2007). "Target's Corporate Governance and Bank Merger Payoffs". Federal Reserve Bank of Kansas City, *Working Paper* RWP 07-13.
- Brickley J., Coles J. et Terry R., 1994, "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics*, 35, Juin, 371-390.
- Brickley, J.A. and James, C.M. (1987), "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking", *Journal of Law and Economics*, N°30, p.161-180.
- Brickley, J.A., Coles, J.L. & Jarrell, G. (1997), "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, vol.3, No.3, pp. 189-220.
- Brickley, J.A., James, C.M. (1987), "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking". *Journal of Law and Economics*, N° 30, 161-181.
- Bricout J.L. et Colin-Sédillot B. (1993) : « La croissance externe des entre françaises à la fin des années 80 », *Economie et Statistique*, n° 268-269, pp.31-43.
- Bris, A. (2002): "Toeholds, takeover premium, and the probability of being acquired", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 227-253.
- Brook Y., Hendershott R., Darrell L. (2000), "Corporate governance and recent consolidation in the Banking industry", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, n° 2, juillet, p. 141-164.

- 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., and J.B. Warner (1985), "Using daily stock returns: The case of event studies," *Journal of Financial Economics* 14, March 1985, pp. 3-31.
- Brown, W. and M. Maloney (1999), "Exit, Voice and the Role of Corporate Directors: Evidence from Acquisition Performance", *Working paper*, University of Virginia.
- Brown, William O. and Michael T. Maloney (1996) "Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence from Acquisition Performance," *Claremont Colleges Working Paper*.
- Burgstahler, D., and I. Dichev (1997), "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses". *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99-126.
- Byrd, J. and K. Hickman, (1992), "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids". *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
- Byrd, J., Fraser, D., Lee, D. and Williams, T. (2001), "Financial Crises, Natural Selection and Governance Structure: Evidence from the Thrift Crisis", *Working Paper*, Texas A&M University.
- Caby J. (2007), « les dirigeants et la performance de l'entreprise : une revue de la littérature théorique », *Economie et Sociétés, Sciences de Gestion* (N°7-8), p. 287-313.
- Caby J. et Hirigoyen G. (2001), *La création de valeur de l'entreprise*, 2^{ème} édition, Economica, Paris.
- Cakici, N., C. Hessel and K. Tandon (1996), "Foreign Acquisitions in the United States: Effect on Shareholder Wealth of Foreign Acquiring Firms", *Journal of Banking and Finance*, 20, 307-329.
- Calem P.S. et Carlino G.A. (1991), "The Concentration/ Conduct Relationship in Bank Deposit Markets", *Review of Economics and Statistics*, 73 (2), p.268-276.
- 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. & I. Hernando (2004). "Shareholder value creation in European M&As", *European Financial Management* 10:1, 47-81.
- CAMPA, J. M. and I. HERNANDO (2006), "M&As performance in the European financial industry", *Journal of Banking and Finance*, 30, pp. 3367-3392.
- Campart.S et Pfister.E (2002), "Les conflits juridiques liés à la propriété industrielle", *Revue d'économie industrielle*, n°99, pp 87-106.
- Campo, J.M., Hernando I. (2008), "The Reaction of Industry Insiders to M&As in the European Financial Industry," *Journal of Financial Services Research*, 33 (April), 127-46.
- Ceddaha, F., (2007), *Fusions Acquisitions, Évaluation, Négotiation, Ingénierie*, 2^{ème} Ed., Economica, Paris.
- Chang, S., (1998), "Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns", *Journal of Finance* 53, 773-784.
- Chapman, D. R. et Junor, C. W. (1987), " Inflation, Firm Control-Type and Vulnerability to Takeover", *Oxford Economic Papers*, September , v. 39, iss. 3, pp. 500-15.
- Charléty-Lepers, P. et M. Sassenou, (1993), "Tender Offers and their Wealth Effects, Theory and Evidence: The French Case", Document, *Caisse des Dépôts et Consignations* (France).

- Charreaux G. (1991), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42.
- Charreaux G. (1992), « Théorie financière et stratégie financière », *Working Papers FARGO* 0920801, Université de Bourgogne.
- CHARREAUX G. (1994), « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise », *Revue d'Économie Financière*, n°31, Hiver.
- Charreaux G.(1992), “Modes de contrôle des dirigeants et performance des firmes; The managers' system of control and the performance of the firm”, *Working Papers FARGO* 0920601, Université de Bourgogne.
- CHARREAUX G., « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n° 127,2000, p. 8-17.
- Chatterjee S., John K. et Yan A., (2009), “Takeovers and divergence of investor opinion” (March 2009), *Working paper*, Fordham University - College of Business Administration and Department of Finance, New York University - Department of Finance.
- Chatterjee, M. (1990), *Technology Transfer in the Developing Countries*. Macmillan, London.
- Chatterjee, S. (1986), “Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms”, *Strategic Management Journal*, 7(2), pp. 119–139.
- Cheng, David C., Benton E. Gup, and Larry D. Wall (1989), “Financial Determinant of Bank Takeovers, *Journal of Money, Credit, and Banking*”, Vol. 21, No. 4, 524-536.
- Christie, A. (1983), “On Information Arrival and Hypothesis Testing in Event Studies”, *Working Paper*, Univ. of Rochester.
- Coase, R. H. (1937), *The nature of the firm*, *Economica*, 4(16):386-405.
- Cochran, P., Wood, R. and Jones, T. (1985). "The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes." *Academy of Management Journal*, 28 (664-671).
- Collins M. et Keasey K. (2010), “Board Monitoring, Regulation and Performance in the Banking Industry: Evidence from the Market for Corporate Control”, *Corporate Governance, An International Review*, April 26, 2010.
- Conn, C., Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A. (2005). “The impact on UK acquirers of domestic, cross border, public and private acquisitions”. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 815–870.
- Copeland, T.E. et J.F. Weston (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*. 3ème édition, Addison-Wesley.
- 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 manager-shareholder 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., et S. De, (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. and H. Tehranian (2001), “The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns”, *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.

- Corvoisier S. et Gropp R. (2002), “Bank concentration and retail interest rates”, *Journal of Banking and Finance*, 26, p. 2155–2189.
- Cosh, A., P. M. Guest and A. Hughes (2006), “Board Share-Ownership and Takeover Performance”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (3) & (4) (April/May): 459–510.
- Cosh, A., P. M. Guest and A. Hughes (2007), “UK Corporate Governance and Takeover Performance”, CBR Working Paper Series (December).
- Cotter, J. and M. Zenner (1994), “How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process,” *Journal of Financial Economics*, 35: pp. 63–97.
- Cotter, J. et Zenner, M. (1994), «How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process», *Journal of Financial Economics*, 35 (1), 63-97.
- Cotter, J., A. Shivdasani, and M. Zenner (1997), “Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?,” *Journal of Financial Economics*, 43: 195–218.
- Couret A. et Hirigoyen G. (1992), *Les OPA*, Que sais-je ?, PUF, Paris.
- Cowan, A. and Sergeant, A. (1996), “Trading Frequency and Event Study Test Specification”, *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1731-57.
- Crawford, D., and Lechner, T. (1996), “Takeover premiums and anticipated merger gains in the US market for corporate control”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(5/6), 807-829.
- Crepi R., Garcia-Cestoma M.A., Salas V. (2004), "Governance Mechanisms in Spanish Banks: Does Ownership matter?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2311-2330.
- Cudd M., R. Duggal (2000), “Industry distributional characteristics of financial ratios: An acquisition theory application”. *The Financial Review*, 2000, 41, p.105.
- Cybo-Ottone A. et M. Murgia, (1996), “Mergers and acquisitions in the European banking market”, *Working Paper*, University of Pavia, Italy.
- Cybo-Ottone, A. and M. Murgia (2000), “Mergers and shareholder wealth in European banking”, *Journal of Banking and Finance*, 24(6), pp. 831-859.
- Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1994), “Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment”, *Strategic Management Journal*, Vol. 15, No. 8, pp. 643–654.
- Dalton D.R., Johnson J.L. et Ellstrand A.E. (1999), «Number of Directors and Financial Performance: A meta- analysis”, *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No 6, pp. 674-686.
- Dalton, D.R., and I.F. Kesner, (1987), “Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective”, *Journal of International Business Studies*, 28, 33-42.
- Datar, M.K. (2004), « Corporate Governance in Financial Intermediaries », *Corporate Governance Journal*, Vol.4, Issue N°3, Mars.
- Datta, D. and G. Puia (1995), “Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in US Acquiring Firms”, *Management International Review*, 35, pp. 337-359.
- Datta, D. K., Pinches, G. E. and Narayanan, V. K. (1992), “Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis”. *Strategic Management Journal*, 13, 67-84.
- Daustresme C. (2009), « le retour des fusions-acquisitions », *Revue d’Axa Investment Managers*, Octobre, N°493.
- Davidson, W., et L. Cheng, (1997), “Target firm returns: Does the form of payment affect abnormal returns?”, *Journal of Business Finance & Accounting* 24, 465-479.

- De Bandt, Olivier and Philipp Hartmann (2000), “Systemic Risk: A Survey”, *Working Paper Series*, European Central Bank, N° 35, November.
- De, S., M. Fedenia, et A. Triantis, (1996), “Effects of competition on bidder returns”, *Journal of Corporate Finance* 2, 261-282.
- Delong, G.L. (2001), “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, *Journal of Financial Economics* 59:221-252.
- Demsetz R.S., and 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.
- Desai, A., Kroll, M., & Wright, P. (2003), “CEO duality, board monitoring, and acquisition performance: A test of competing theories”. *Journal of Business Strategies*, 20, 137–156.
- Desai, H., C.E. Hogan, and M.S. Wilkins (2006), “The reputational penalty for aggressive accounting: earnings restatements and management turnover”, *The Accounting Review*, 81 (1): 1, 83-112.
- Díaz D.B. and 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., and S. Sanfilippo (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., S. Azofra, and C. Gutiérrez (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.
- Dimson E. (1979), « Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading », *Journal of Financial Economics*, 7, pp. 197-226.
- 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.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991), “Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns”. *Australian Journal of Management*, 16: 49-64.
- Doukas J. (1995), “Overinvestment, Tobin’s q and Gains from Foreign Acquisitions”, *Journal of Banking and Finance* 19, 1285-1303.
- Dumontier, P. et M. Humbert, (1996), “Les acquisitions d’entreprises: étude des déterminants de l’enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreur”, Communication, Journées internationales de finance de l’AFFI.
- Eckbo, B. Espen, and Karin S. Thorburn, (2000), “Resolution of financial distress in an auction bankruptcy environment”, *Working paper*, Dartmouth College, NH.
- Eckbo, B.E. (1986), “Valuation Effects of Corporate Debt Offering”. *Journal of Financial Economics*, N°15, pp. 119-151.

- Eger, C.E., (1983), “An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, 547-572.
- Eisenberg, T., S. Sundren, and M. Wells (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms,” *Journal of Financial Economic* 48, 35-54.
- Erel, I., Rose C. L. and Weisbach, M.S. (2009), “World Markets for Mergers and Acquisitions”, NBER Working Papers 15132, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Erickson M. and Wang S.W. (1999), “Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers.” *Journal of Accounting and Economics*, 27(2): 149-176.
- Eun, C.S., Kolodny, R. and Scheraga, C., (1996), “Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp.1559-82.
- Faccio M. et Masulis R.W. (2005), “The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1345-1388.
- Faccio, M., J. McConnell, and D. Stolin, (2006), “Returns to acquirers of listed and unlisted targets”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 197-220.
- Falissard B. *Les statistiques dans les sciences de la vie*. Paris : Masson 1996.
- 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.
- Farinha, J. & Miranda, F. (2003). “Run-up, toeholds and agency effects in mergers and acquisitions: evidence from an emerging markets”. Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto, series CETE Discussion Papers.
- Finkelstein S., D'Aveni R.A. (1994), « CEO Duality as a Double –Edged Sword : How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1079-1108.
- Firth, M., (1980), “Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm”, *Quarterly Journal of Economics* 80, 235-260.
- Fishman, M. (1989), “Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions”, *Journal of Finance* 44, 41-57.
- Fixlerd J. ET Zieschang D. (1993), “An Index Number Approach to Measuring Bank Efficiency: an Application to Mergers”, *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 437-450.
- Fizel J., Louie K. et Mentzer M. (1990), “ An economic, organizational and behavioral model of the determinants of CEO tenure ”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 14, 363-379.
- Flanagan et O’Shaughnessy (2003), « Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums », *Journal of Business Research*, n° 56.

- Focarelli, D. and 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. and 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, and C. Salleo, (2002), "Why do banks merge?", *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, 1047-1066.
- Fogelberg L. and Griffith J.M. (2000), "Control and Bank Performance", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, No. 3, Fall 2000, 63.
- Fogelberg L., Griffith J.M., (2000), "Control and bank performance", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol.13, N°3, p.63-69.
- Fontenoy S. (2010), « Lehman Brothers trichait sur son bilan financier », La Croix du 17 mars.
- Forbes, D. P., et Milliken, F. J., (1999), «Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups», *Academy of Management Review*, vol.24, n°3, pp. 489-505.
- Fosberg R. et Nelson M. (1999), "Leadership structure and firm performance", *International Review of Financial Analysis*, 8, 1, 83-96.
- Franks J. et C. Mayer (1996), "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 163- 181.
- Franks, J., R. Harris, et C. Mayer, (1988), "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", in A. Auerbach, ed.: *Corporate takeovers: causes and consequences*, The university of Chicago press, Chicago and London.
- 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. and 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.
- Frieder, L.A. and Petty, P.N. (1991): "Determinants of Bank Acquisition Premiums: Issues and Evidence". *Contemporary Policy Issues*, Vol. 9, N. 2, pp. 13-24.
- Frieder, L.A. et Petty, P.N. (1991): "Determinants of Bank Acquisition Premiums: Issues and Evidence". *Contemporary Policy Issues*, Vol. 9, N. 2, pp. 13-24.
- Fuller, K., J. Netter, et M. Stegemoller (2002), "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions", *Journal of Finance* 57, 1763-1793.
- Gardès N. (2005), «Fusions et acquisitions bancaires européennes : la performance des opérations transfrontières », *AIMS, XIV Conférence en management stratégique*, Angers.
- Gaughan PA. (2007), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. John Wiley and Sons.
- Genavre E. (2006), *Ethique et gouvernance d'entreprise en France : le rôle des administrateurs indépendants dans les gouvernements des firmes du CAC 40*, Livre publié aux Editions Publibook Universités, août 2006 – Paris.
- Gertner R. (2000), « Fusions-acquisitions : le rôle du conseil d'administration », *Les Echos, L'Art de la Stratégie*, N°2, p. 1.
- Gibbons,M.R. and Hess, P.J. (1981), "Day of the week effects and asset returns," *Journal of Business*, 54, 579-596.

- Gilbert, S.T. Fiske, G. Gardner, *The Handbook of Social Psychology*, 4th Ed., Boston, Oxford University Press, pp. 233-265.
- Gillet, P. (1999), *L'efficience des marchés financiers*, Economica.
- Ginglinger E. (2005), « Développements récents dans la gouvernance d'entreprises », contribution au Rapport moral sur l'argent dans le monde, Association d'Economie Financière
- Godard L. (1998), "Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1(4), pages 39-61, Décembre.
- Godard L. (1998), « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, p. 39-61.
- Godard L. (2002), « La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance », *Revue sciences de gestion*, 33, p. 125-148.
- Godard L. (2006), "Les spécificités des comités stratégiques et de leurs membres : le cas de la France", *Gestion 2000*, vol.23, n°3, p.165-188.
- Godard L. et Schatt A. (2000), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? », *La revue du financier*, 127, p. 36-47.
- Godard L. et Schatt A. (2004), « Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration ? », *Gouvernance*, vol. 1, n° 1, p. 48-60.
- Godard, L. (1996). Conseil d'administration, stratégie et performance financière. *Actes du XIII journées des IAE Toulouse*: 158-174.
- Goddard J., Molyneux P., Wilson J. O. S., & Tavakoli, M. (2007), "European banking: An overview", *Journal of Banking and Finance*, 31(7): 1911-35.
- Goldberg L.G. et Rai A. (1996), "The Structure-Performance Relationship for European Banking", *Journal of Banking and Finance*, 20, p.745-771.
- Gondhalekar, V.B., Sant, R.R., & Ferris, S.P. (2004). "The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Cash Takeover Premia". *Applied Economic Letters*, 11, 735-739
- Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W. (1994), "The effect of board size and diversity on strategic change", *Strategic Management Journal*, 15, 241-250.
- Goodstein, J., Giutam K, & Boeker, W, (1994i), "The effects of board size and diversity on Strategic change", *Management Journal*. 15: 241-230.
- Grawitz M. (1996), *Méthodes des sciences sociales*, Paris, Dalloz, 10ème édition.
- Griffith, J.M. (1999), "CEO Ownership and Firm Value", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 20, pp. 1-8.
- Grossman S.J. et Hart O.D. (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Grullon, G.; Michaely, R.; Swary, I. (1997). "Capital adequacy, bank mergers, and the medium of payment". *Journal of Business, Finance & Accounting*, 24(1), 97-124.
- Hagendorff J., Collins M. and Keasey K. (2008). "Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US", *Journal of Banking and Finance*, 32, pp. 1333-1348.
- Hagendorff, J., and K. Keasey (2009). "Post-merger strategy and performance: Evidence from the US and European banking industries", *Accounting & Finance*, 49 (4), pp. 725-751.
- Hakes, D.R.; Brown, K.H.; Rappaport, A. (1997), "The impact of state deposit caps on bank merger premiums", *Southern Economic Journal*, Vol. 63, N. 3, pp. 652-662.

- Hamza T. (2007), “Les déterminants de la création de valeur pour l’acquéreur”, *Revue française de gestion*, juillet, (n° 176), p.216.
- Han, K., Suk, D. and Sung H. (1998), “The Evidence of Bidders' Overpayment in Takeovers: The Valuation Ratios Approach”, *The Financial Review*. Vol. 33 (2), pp. 55-68.
- Hand J. et Lynch L. (1999), « Two roles for summary accounting data in explaining takeover premia », *Working paper*, University of Virginia, KPMG and PWC.
- Hankir, Y., Rauch, C., & Umber, M. (2008)., “Merger Theory, Stock Returns and Deal Drivers, the impact of international Bank M&A on targets, bidders and peers”, *The Campus for Finance Research Conference* (pp. 1-27). Vallendar. The Campus for Finance.
- Hannan T. H. et J. D. Wolken , (1989), “ Returns to bidders and targets in the acquisition process: Evidence of the banking industry”, *Journal of Financial Services Research*, N°3, p5-16.
- Hansen, R., (1987), “A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions”, *Journal of Business* 60, 75-95.
- Hansen, R., et J. Lott (1996), “Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers”, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 31, 43-68.
- Harris, R., J. Franks, et C. Mayer (1987), “Means of payment in takeovers: Results for the U.K. and U.S.”, in A. Auerbach Ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* Chicago University Press, Chicago.
- Harrison, J.R. et al., (1988), “ The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top-Management Positions”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, pp. 211-232.
- Hasbrouck, J. (1985), “The characteristics of takeover targets, Q and other measures”. *Journal of Banking and Finance* 9, 351-362.
- Haunschild P. R. (1994), « How Much Is that Company Worth ? Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, p. 391-411.
- Hawawini, G. A. and I. Swary (1990), “Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry. Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry”. Elsevier Science Publishers.
- Hayward M. et Hambrick D. (1997), “Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris », *Administrative Science Quarterly*, N°42, p.103–127.
- Healy P.M. et Papelu K.G. (1994), « The effect of firms’ financial disclosure policies on stock prices », *Accounting Horizons*, volume 7, pp. 1-11.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (1991), “The effects of board composition and direct incentives on firm performance”, *Financial Management*, Hiver 1991.
- Hermalin, B.E. et Weisbach M.S. (2003), “Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature”, *Economic Policy Review* 9, 7–26.
- Hietala P., Kaplan S.N. et Robinson D.T., (2003), “What is the price of hubris ? Using takeover battles to infer overpayments and synergies”, *Financial Management*, Vol. 32, pp. 5-31.
- Hirshleifer, D. and S. Titman, (1990), “Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids”, *Journal of Political Economy*, 98, 295-324.
- Hotchkiss E., and Mooradian R. (1998), “Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11”, *Journal of Financial Intermediation* , 7, 240-262.
- Houston J. F. et M. D. Ryngaert, (1994), “The overall gaining from large bank mergers”, *Journal of Banking and Finance*”, N°18, p1155 – 1176.

- 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, and 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.
- Huang, Y., et R Walkling (1987), “Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance”, *Journal of Financial Economics* 19, 329-349.
- Huang, Y., et R Walkling, (1987), “Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance”, *Journal of Financial Economics* 19, 329-349.
- Hubbard, R.G. and D. Palia (1995), «Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms. » *Rand Journal of Economics*, Vol. 26(4), pp. 782- 792.
- Husson B. (1987), *La prise de contrôle d'entreprises*, PUF.
- Husson, B., (1988), “Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires?”, *Finance* 9 (2), 35-56.
- Husson, B., 1990, *La prise de contrôle d'entreprises*, 2e édition, PUF, 240 p
- Ismail, A. and I. Davidson (2005), “Further analysis of mergers and shareholder wealth effects in European banking”, *Applied Financial Economics*, 15, 13-30.
- Jackson, R. et Gart, A. (1999), “Determinants and Non-Determinants of Bank Merger Premiums”. *The Mid-Atlantic journal of Business*, Vol. 35, N. 4, pp. 149-157.
- James, C. and Weir, P. (1987), “Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking.” *Journal of Political Economy* 95: 355–370.
- Jarrell, G.A. et A.B. Poulsen (1989), “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades”, *Financial Management* 18 (3), 12-19.
- Jensen M.C. (1983), « Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, Avril, p. 319-339.
- 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.
- John, K., & L. W. Senbet, (1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, n°22, pp 371-403.
- Johnson, R.A., Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., (1993), “Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics”. *Strategic Management*, J 14, 33–50.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., (2000a). “Corporate governance in the Asian financial crisis”, *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.

- Joskow, P., Rose, N., Shepard, A., (1993). "Regulatory constraints on CEO compensation", *Brookings Papers on Economic Activity*, Microeconomics, pp. 1–72.
- Kane, E. J. (2000), "Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer from Event Study Evidence?", *Journal of Money, Credit and Banking*, 32, No. 3, 671-701.
- Kaplan, S.N., (1989), "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *Journal of Finance*, 44 (3), 611-632.
- Kenny D., Judd Ch.M. (1984), "Estimating the Nonlinear and Interactive Effects of Latent Variables". *Psychological Bulletin*, 96, pp. 201-210.
- Kenny D., Kashy D.A., Bolger N. (1998), "Data Analysis in Social Psychology", In D.T.
- Klein, A. (1998), "Firm performance and board committee structure". *Journal of Law & Economics*, 41: 275-303.
- Koenig, G. (1993), *Les Théories de la Firme*, Economica.
- Koeplin J., Sarin A. et Shapiro A.C., 2000, "The private company discount", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12, n. 4, pp. 94-101.
- Kole, S.R. and K.M. Lehn, (1999), "Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of the U.S. airline industry". *Journal of Financial Economics* 52, 79-117.
- Kosnik, R. D. (1987), "Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance," *Administrative Science Quarterly*, 32, pp. 129-150.
- Kothari, S., Lewellen, J., Warner, J. (2006), "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance", *Journal of Financial Economics* 79, 537-568.
- Kummer, D., et R. Hoffmeister (1978), "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Finance* 33, 505-516.
- Kurokawa Y. (2010), "M and A for Value Creation in Japan », *Japanese Management & International Studies*, vol.6, Modern Institute of Management.
- La Porta, R, Lopez-De-Silanes, F, Shleifer, A, Vishny, TR. (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation". *Journal of Finance*, 2002; 57; 1147-1170.
- Lakonishok J., Shleifer A. and Vishny R. (1994), "Contrarian investment, extrapolation, and risk", *Journal of Finance* 49, 1541–1578.
- Lamarque E. (2011), « Faut-il investir dans le contrôle interne », *Revue Banque*, octobre, N°740.
- Lamarque E., Karfoul H. (2011), « Les critères pour apprécier l'efficacité d'un système de contrôle interne », *Revue Banque*, octobre, N°740.
- Lambert R.A., Larcker D.F. et Verrecchia R.E. (1991), "Portfolio considerations in valuing executive compensation", *Journal of Accounting Research*, Vol.29, n°1, pp. 129-149.
- Lang L., Stulz M. et Walkling R. (1989), "Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Lang, L.R., R. Stulz, and R. Walking (1989), "Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics*, N°24. – pp. 137-154.
- Lardic S. and Mignon V. (2006), "The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration", *Energy Policy*, vol. 34(18), pp. 3910-3915.
- Lardic S. and Mignon V. (2008), "Oil prices and economic activity: An asymmetric cointegration approach", *Energy Economics*, vol. 30(3), pp. 847-855.

- Lawrence, J. and Stapledon, G. (1999), "Do Independent Directors Add Value?", *Melbourne: Centre for Corporate Law and Securities Regulation*, University of Melbourne.
- Le Fur Y. et Quiry P. (2009), *Finance d'entreprise* (Pierre Vernimmen), 8ème édition, Paris-Dalloz.
- Le Maux (2003), "La protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées en France", Thèse de doctorat soutenue à l'Université de Paris I.
- Lehn, K. and Poulsen A. (1989), "Free cash-flows and stockholder gains in going private transactions", *Journal of Finance*, 44, 771-787.
- Lehn, K. M. and M. Zhao (2006), "CEO turnover after acquisitions: Are Bad Bidders Fired?", *Journal of Finance* 61, 1759-1811.
- 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.
- Lewellen, W.G., Loderer, C., Rosenfeld, A. (1985), "Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms". *Journal of Accounting and Economics* 7, 209–231.
- Lin Z. et Hui C. (1999), "Should lean replace organization systems? A comparative examination from a management coordination perspective", *Journal of International Business Studies*. 30(11), p.45-79.
- Lipton, M. and J. Lorsch, (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance," *Business Lawyer* 48 (No. 1) 59-67.
- Llewellyn, D.T., (2001), "A Regulatory Regime for Financial Stability", *Oesterreichische Nationalbank (Austrian National Bank), Working Paper n°48*.
- Lorsch J.W. (1989), *Pawns or Potentates : the Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press.
- Louizi G (2006), « Impact du conseil d'administration sur la performance des banques tunisiennes », université de Sfax, Tunis, présenté au congrès du management stratégique à Genève en juin 2006.
- Lubatkin M. (1987), "Merger strategies and stockholder value", *Strategic Management Journal*, 8: 39-53.
- Macey, Jonathan R, and Maureen O'Hara, (2003), "The corporate governance of banks", *Economic Policy Review* 91-107.
- Machlin J., Hyuk C. et Miles J. (1993), "the effect of Golden Parachutes on Takeover Activity", *Journal of Law and Economics* 36, 861-877.
- MacKinnon D.P., Lockwood Ch.M., Hoffman, J.M, West S.G, Sheets V. (2002), "A Comparison of Methods to Test Mediation and Other Intervening Variable Effects", *Psychological Methods*, vol. 7 (1), pp. 83-104.
- Madura J. et K. Wiant (1994), "Long-term valuation effects of bank acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, N°18, p1135 – 1154.
- Malatesta, P.H., (1983), "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics* 11, 155-181.
- Mallette P., Fowler K.L. (1992), « Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills », *Academy of Management Journal*, vol. 35, n° 5, p. 1010-1035.

- Malmendier, U., Tate, A.G., & Yan, J. (2011), "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Impact of Managerial Traits on Corporate Financial Policies". *Behavioral & Experimental Finance Journal*, 3(6)
- Manzon, G.B., Sharp, D.J., Travlos, N.G. (1994), "An empirical study of the consequences of U.S. tax rules for international acquisitions by U.S. firms". *Journal of Finance* 49, 1893-1904.
- Maquieira, C, W. Megginson, and L. Nail, (1998), "Wealth Creation Versus Wealth Redistributions in Pure Stock-For-Stock Mergers" , *Journal of Financial Economics* 48, 3-33.
- Markowitz H. (1952), "Portfolio selection", *The Journal of Finance*, 12(7): 77-91.
- Martin K. et McConnell J. (1991), « Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, p. 671-687.
- Masulis, R., C. Wang, and F. Xie (2007), "Corporate governance and acquirer returns", *Journal of Finance* 62, 1851-1889.
- McAvoy, P.W. and Millstein, I.M. (1999), "The Active Board of Directors and its Effect on the Performance of Large Publicly Traded Corporations", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11 (4), 1999, 8-20.
- McWilliams, A., Siegel, D. (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues". *Academy of Management Journal*, 40: 3, 626-657.
- Meier O. et Schier G. (2009), *Fusions-acquisitions : stratégie, finance, management*, 3ème édition, Dunod.
- Meindl JR, Ehrlich SB, Dukerich JM. (1985), "The romance of leadership", *Administrative Science Quarterly* 30: 78–102.
- Merton, R.C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance* 42, 483-510
- Mikkelson WH. et Partch MM. (1989) « Managers voting rights and corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 263-290.
- Minow, N. et Bingham K. (1995), *The ideal board in corporate governance*, Cambridge: Blackwell Publishers.
- Mintzberg, H. (1983). *Structure in Fives: Designing Effective Organizations*, Prentice-Hall, New Jersey.
- Mishkin (2010), *Monnaie, banque et marchés financiers*, 9ème édition, Pearson Education, Paris.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Stulz R.M. (2004), "Firm size and the gain from acquisitions", *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- Moeller, S., & Schlingemann, F. (2005), "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions". *Journal of Banking and Finance*, 29, 533-564.
- Molyneux P. & Genetay N. (1998), *Bancassurance*, MacMillan Press.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1990), « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? », *The Journal of Finance*, Mars, Vol. 45, p. 31.
- Morck, R. and Yeung B. (1992), "Internalization: An Event Study Test", *Journal of International Economics* 33, 41-56.
- Morck, R.; Shleifer, A. and Vishny, R. (1988) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

- Morosini, P., Shan, S., and Singh, H. (1998), "National Cultural Difference and Cross- Border Acquisition Performance", *Journal of International Business Studies*, 29(1), pp.137-158.
- Mpasinas A. et Colot O. (2004), «Motivation des absorptions d'entreprises : synergies, agence ou orgueil ? Le cas des grandes entreprises non cotées en Belgique de 2000 à 2002 », *Working Paper* 2004/2, Centre de Recherche Warocqué, Document d'Economie et de Gestion, 21p.
- Myers, S., et N. Majluf, (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Myers, S.C. et N.S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nam S. (2004), "Corporate governance of banks: Review of issues". *Working Paper. ADB*.
- Navatte P., Schier G. (2008), « La mesure de la performance des fusions-acquisitions: l'apport des études récentes », *La revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion, N°233, septembre-octobre.
- Nenova, T. (2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis". *Journal of Financial Economics*; 68; 325-351.
- Nestor Advisors* (2009), « Bank Boards and the Financial Crisis ».
- Nguyen B.D, Nielsen K.M, (2010), "The value of independent directors: Evidence from sudden deaths", *Journal of Financial Economics*, N°98, p. 550-567.
- Noronha, G., et N. Sen, (1995), "Determinants of the medium of payment in corporate acquisitions", *Journal of Applied Business Research* 11, 15-23.
- Noyer C. (2005), « Corporate governance et banque : les banques se gouvernent-elles comme d'autres entreprises », Conférences Droit, économie et justice dans le secteur bancaire, Octobre, pp 1-12.
- Officer M.S. (2007), "The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 571-598.
- Officer M.S., Poulsen A.B. et Stegemoller M., (2009), "Target-firm information asymmetry and acquirer returns", *Review of Finance*, Vol. 13, pp. 467-493.
- O'Sullivan N., Wong P., (1998), "The Impact of Board Composition and Ownership on the Nature and Outcome of UK Takeovers", *Corporate Governance: An International Review*, 2, 6, 92-100.
- Palepu K.G. (1986), "Predicting Takeover Targets. A Methodological and Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp. 3-35.
- Palia, D. (1993). "The Managerial, Regulatory, and Financial Determinants of Bank Merger Premiums", *The Journal of Industrial Economics*, 41 (1), pp. 91-102.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôles », In G. CHARREAUX, ed, *Le gouvernement des entreprises : Corporate governance théorie et faits*. Paris : Economica, p. 105-138.
- PAQUEROT, M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structure de contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica.
- PATRY S. (2002), « Choix Stratégiques Temporels de Diversification dans l'Industrie Bancaire », Centre de Recherche en Macroéconomie Monétaire (C.R.M.M.), Université de Limoges.
- Patton, A. and J. Baker (1987), "Why do Directors Not Rock the Boat?" *Harvard Business Review* 65, 1987, pp. 10-12.
- Penrose E.T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press, New York.

- Pérez-González, (2006), “Inherited Control and Firm Performance,” *American Economic Review*, December, Vol. 96, No. 5, pp. 1559-1588.
- Pesqueux Y. (2011), « La prise en compte du facteur humain, la gageure de tout dispositif de contrôle interne », *Revue Banque*, octobre, N°740.
- Pi, L., and Timme S.G. (1993), “Corporate Control and Bank Efficiency,” *Journal of Banking and Finance* 20, No. 2,3, Avril, pp. 515-530.
- Pilloff S.J. (1996), “Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 28 (August): 294–310.
- Popper K.R. (1991), *la connaissance objective*, Paris, Aubier, 2ème édition.
- Prahalad C.K., Hamel G. (1990), “The core competence of the corporation », *Harvard Business Review*, n° 3 p. 79-91.
- Prowse, S. (1997), “Corporate Control in Commercial Banks”, *Journal of Financial Research*, Vol. 20 (4), 509-27.
- Quentin C. (2001), «Fusions -acquisitions et création de valeur», mémoire DESS Finance d'entreprise, CREEFIA. France. Octobre.
- Ramsey, J. B. (1969) “Tests for specification errors in classical least-squares regression analysis”, *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, 31, 350-71.
- Rau, P.R. and Vermaelen, T. (1998), “Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms”, *Journal Of Financial Economics*, (49)2 pp. 223-253.
- Rechner P. et Dalton D. (1991), “CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis”, *Strategic Management Journal*, 2, 155- 160.
- Rediker K. J. et Seth A. (1995), “Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms”, *Strategic Management Journal*, 16: 85–99.
- Redor E. (2007), “Les méthodes de paiement dans les opérations de fusions-acquisitions : richesse des actionnaires, sociétés non cotées et déterminants”. Thèse pour l’obtention du doctorat en sciences de gestion. Université de Lille 2.
- Rhoades, S.A., “The Efficiency Effects of Horizontal Bank Mergers,” *Journal of Banking and Finance*, 17, (April 1993): 411-22.
- Riva F. (2007), *Application financière sous Excel et Visual Basic*. Paris: Economica.
- Rival Y. (2008), *Internet et performance de l'entreprise*, L'harmattan.
- Rogowski, R.J. and D.G. Simonson (1989), “Bank Merger Pricing Premiums and Interstate Bidding.” *Bank Mergers: Current Issues and Perspectives* edited by Benton E. Gup. Kluwer Academic Publishers Boston. 87-104.
- Rogowski, R.J. et Simonson, D.G. (1987): “Bank merger pricing premiums and interstate banking”. *Financial Management Association*, Las Vegas.
- Roll R. (1986),”The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business*, N°59, p.97-216.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics* 26, 1990, pp. 175-192.
- Ross S., Westerfield R. et Jaffre J. (1996), *Corporate Finance*, 4è Edition, McGraw-Hill, Inc., Chicago.

- Rossi S. et Volpin P. (2004): "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74, p 277-304.
- Santoni D. M. (1995), « Identification conceptuelle et empirique des déterminants de la prime d'offre publique » ; Thèse de Doctorat, Université d'Aix-Marseille ; décembre.
- Schatt et Roy (2005), « Etude des déterminants de la prime d'acquisition d'un bloc de contrôle : le cas français », *La Revue du Financier*, n°149-150, p.17-30.
- Schier, G. et Navatte, P. (2010), « La vague de fusions - acquisitions des années 1990 aux Etats-Unis : Une lecture des résultats à l'aide de la théorie de l'agence », *Revue Française de Gestion*, n°204, p53-67.
- Schipper K. and Thompson R.B., (1983) "The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms", *Journal of Accounting research*, 184-221.
- Scholes M et Williams J. (1977), « Estimating Beats from non-Synchronous Data », *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 309-327.
- Schwert, G. W. (1996), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics* 41, 153-192.
- 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.
- Scott A. et Kleidon D.A. (1994), "CEO performance, board types and board performance", in *Baums, Buxbaum and Hopt: Institutionnal investors and corporate governance*, De Gruyter, 1994.
- Segretain C. (2005), "Typologie des déterminants des primes d'offres publiques et validation empirique à partir des notices d'opération», *Revue d'Economie Financière* n°81, 4è trimestre.
- Servaes, H., (1991), "Tobin's q and gains from takeovers", *Journal of Finance* 46, 409-419.
- Seth, A. (1990), "Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues", *Strategic Management Journal* 11, 99-115.
- Shaffer S. (1993), "Can Megamergers Improve Bank Efficiency?," *Journal of Banking and Finance*, 17, p. 423-436.
- Sharpe W.F. (1963), "A Simplified Model for Portfolio Analysis," *Management Science* 9, No. 2, January, pp. 277-293.
- Shawky, H. A., Kilb, T. & Staas, C. F. W. (1996), "Determinants of Bank Merger Premiums", *Journal of Economics & Finance*, 20 (1), 117-131.
- Shinn, E. W. (1999), "Returns to acquiring firms: The role of managerial ownership, managerial wealth, and outside owners", *Journal of Economics and Finance*, 23(1), 78-89.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), «A survey of corporate governance», *The Journal of Finance*, Juin, Vol. 52, p. 737.
- Shleifer A. et Vishny R.W., 1989, "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- Shyy G et Vijayraghavan V. (2000), " Corporate Governance Design and Choice in France: Conseil d'Administration vs. Conseil de Surveillance," 2000 APFME Conference Proceedings (University of Alberta).

- Singh H, et Montgomery CA. (1987), “Corporate acquisition strategies and economic performance”. *Strategic Management Journal* 8(4): 377–386.
- Singh H, Harianto F. (1989), “Management board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes”. *Academy of Management Journal* 32: 7–24.
- Singh, A. (1975), “Take-overs, Economic Natural Selection, and the Theory of the Firm: Evidence from Postwar United Kingdom Experience”, *Economic Journal*, 85 (339), September, 497–515.
- Sirower M. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. Free Press: New York.
- Sirower, M. L. (1994), “Acquisition behavior, strategic resource commitments and the acquisition game: A new perspective on performance and risk in acquiring firms.” *Unpublished doctoral dissertation*, Columbia University.
- Slutsky, A., Caves, R., (1991), “Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers”, *Journal of Industrial Economics* 39, 277-96.
- Slutsky, A., Caves, R., (1991). “Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers”, *Journal of Industrial Economics*, 39, 277-96.
- Sobel M.E. (1996), “An Introduction to Causal Inference”. *Sociological Methods and Research*, 24, pp. 353-379.
- Staikouras, P., Staikouras, C., and Agoraki, M. (2007), “The effect of board size and composition on European bank performance”, *Journal of Law and Economics*, 23:1-27.
- Stulz, R., (1988), “Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Subrahmanyam V., Rangan N. et Rosenstein S., (1997), « The Role of outside Directors in Bank Acquisitions », *Financial Management*, Volume 26, Issue 3, Pages 23.
- Swanstrom M. (2006), “Corporate Governance and the Abnormal Returns to Acquisition Announcements”, *The Journal of Business Strategies*, Vol. 23, No. 2, pp. 115-129.
- Tesolin G.A. (2010), « *Difficulté d'évaluation de la cible et rendements anormaux des acquéreurs à l'annonce de fusions et acquisitions* », thèse pour l'obtention du doctorat en sciences de gestion. Université Catholique de Louvain, Faculté des Sciences économiques, sociales et politiques, Louvain School Management.
- Tessema, A., (1989), “The role of medium of exchange in acquisitions”, *Mid American Journal of Business* 4, 39-45.
- Thaddée F. et Ndonzuau N. (2000), « Le cumul des fonctions de président et de directeur général : quel effet sur la performance de l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, mars-avril, p. 4-15.
- Thauvron A. (2005), *L'évaluation d'entreprise*, Economica.
- Thiétart (1992), "Contrôle des dirigeants et pouvoir des gestionnaires: comment assurer l'équilibre?", *Revue Française de Gestion*, n°87, pp. 58-62.
- Trautwein, F. (1990), “Merger motives and prescriptions”, *Strategic Management Journal*, N°11, 283-295.
- Travlos, N., (1987), “Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firm's stock returns”, *Journal of Finance* 42, 943-963.
- Van Greuning H. et Brajovic-Bratanovic S. (2003), “Analysing and managing banking risk: A framework for assessing corporate governance and financial risk”. 2e Edition. N°20043, The World Bank.

- Vandelanoite (2001), “Les annonces d’offres publiques : incidence du mode de paiement sur les rendements et sur l’activité d’échange”, Actes de l’Association Française de Finance, Namur, Belgique, juin 2001, 23 pages.
- Varaiya NP. (1988), «The winner curse, hypothesis and corporate takeovers », *Managerial and Decision Economics*, 9 (3), 1988.
- Varaiya, N.P., and Ferris, K., (1987), “Overpaying in Corporate acquisitions: The winner’s curse”. *Financial Analysts Journal*, May-June, 64-69.
- Wacheux, F. (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Paris, Economica.
- Wade, J., O’Reilly, C. A., & Chandratat, I. (1990), “Golden parachutes: GEOs and the exercise of social influence”, *Administrative Science Quarterly*, 35: 587-603.
- Walking R.A. et R.O. Edminster (1985), “Determinants of Tender Offer Premiums”, *Financial Analyst Journal*, janvier-février.
- Walkling, R. A. (1985) “Predicting tender offer success: A logistic analysis”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 461-478.
- Walsh J., Seward J. (1990), “On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms”, *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, p. 421-458.
- Walters, B. A., Kroll, M., & Wright, P. (2008). “CEO ownership and effective boards: Impacts on firm outcomes”. *Strategic Organization*, 6(3), 259–283.
- Wansley, J., W. Lane, et H. Yang (1983), Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment, *Financial Management* 12, 16-22.
- Weir, C. (1997), “Corporate governance, performance, and take-overs: an empirical analysis of UK mergers”, *Applied Economics*, 29: 1465-1475.
- Weisbach, M. 1988. “Outside Directors and CEO Turnover.” *Journal of Financial Economics*, 20: 431-60.
- Westman, H. (2009), "Corporate governance in European banks--essays on bank ownership", *Publications of Hanken School of Economics*, Nr. 200, Helsinki.
- Westphal J.D., Zajac E.J. (1995), « Who Shall Govern ? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection », *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, p. 60-83.
- Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
- Worthington A.C. (2004): “Determinants of merger and acquisition activity in Australian cooperative deposit-taking institutions”, *Journal of Business Research*, Vol. 57, N. 1, pp. 47-57.
- Yermack D. (1996), Higher market valuation of companies a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-202.
- Yermarck.D. (1996) « Higher market valuation of companies with small board of directors », *Journal of financial economics*, pp: 185-211.
- Zangh, H., (1995), “Wealth effects of U.S Bank takeovers”, *Applied Financial Economics*, vol. 5, p 329 –336.
- Zhang, P. (2001), “What really determines the payment methods in M&A deals?”, *Manchester School of Management*.

ANNEXES

<u>Liste des annexes</u>	
Annexe 1 : Les facteurs internes et externes du mouvement de F&A et les obstacles entravant celui-ci	297
Annexe 2 : Programme législatif pour le marché unique des services bancaires.....	298
Annexe 3 : Rappel des publications relatives aux principes de gouvernance d'entreprise dans certains pays industrialisés.....	299
Annexe 4 : Les différents domaines des F&A.....	300
Annexe 5 : Synthèses des différentes offres de la Société Générale sur Paribas et de la BNP sur la Société Générale et sur Paribas.....	301
Annexe 6 : Test de linéarité et de bonne spécification du modèle.....	302
Annexe 7 : La composition de l'indice DJ STOXX 600 BANKS.....	303
Annexe 8 : Les opérations de F&A retenues pour notre échantillon.....	305
Annexe 9 : Les membres du conseil d'administration de la Société Générale (Extrait du rapport d'activité de 2003 de la banque).....	308
Annexe 10 : Calcul des rentabilités anormales	309
Annexe 11 : Test graphique de normalité pour les modèles de régression	310
Annexe 12 : Test <i>Skewness/Kurtosis</i> de normalité des distributions.....	311
Annexe 13 : Matrice des corrélations.....	313
Annexe 14 : Résultats de la régression linéaire multiple.....	314
Annexe 15 : Résultats de la régression linéaire multiple.....	316
Annexe 16 : Résultats de la régression linéaire multiple.....	317

Annexe 1 : Les facteurs internes et externes du mouvement de F&A et les obstacles entravant celui-ci

A. Les facteurs externes du mouvement de F&A bancaires en Europe

- ⇒ **La globalisation financière**
 - La poursuite du mouvement de déréglementation financière
 - L'essor des marchés financiers et l'intégration des bourses européennes
 - Le phénomène de désintermédiation et le poids des investisseurs institutionnels
 - La croissance du commerce mondial et des échanges de biens et de personnes.
- ⇒ **Le cycle financier**
 - Des conditions boursières favorisant le financement des F&A
 - Une croissance économique vigoureuse à la fin des années 90
 - L'essor des stratégies d'alliances et de F&A des concurrents bancaires
- ⇒ **La construction européenne**
 - L'euro
 - L'harmonisation des règles fiscales, juridiques et sociales
- ⇒ **Les progrès technologiques**
 - L'impact des NTIC
 - L'essor des instruments dérivés et autres innovations financières
 - Internet et le e-commerce

B. Les facteurs internes jugés « importants » dans les F&A

- ⇒ **Réduction des coûts**
 - Economies d'échelle
 - Economies de gamme (d'envergure)
 - Meilleure organisation du travail, efficacité des coûts
- ⇒ **Accroissement du revenu**
 - Synergies de revenu (*cross selling...*)
 - Réduction des risques, due à la diversification permise par la taille (voire à l'obtention d'une dimension *too big to fail*)
 - Optimisation du couple rendement/risque
 - Pouvoir de marché accru (ententes implicites dans les systèmes bancaires oligopolistiques)
- ⇒ **Optimisation des fonds propres**
 - Réallocation des fonds propres vers des activités peu consommatrices
 - Programmes de rachat d'actions (*buy back*)
 - Recours à des formes de capital hybride (actions préférentielles...)

C. Les obstacles aux F&A bancaires

- ⇒ **Les limites culturelles**
 - Culture nationale (héritage historique...) ou d'entreprise (valeurs et croyances des dirigeants)
 - Barrière linguistique
- ⇒ **Les contraintes réglementaires**
 - Des distorsions fiscales et comptables ainsi que des législations nationales différentes
 - La viscosité du marché du travail à l'échelle européenne
 - La coexistence de régulateurs et de superviseurs nationaux avec des banques de dimension internationale
- ⇒ **Les enjeux politiques et sociaux**
 - Licenciements liés aux restructurations
 - Risques de conflits avec le personnel (grève, départs volontaires...)
 - Fermetures d'agence dans les régions les plus défavorisées
 - Désaccords entre autorités politiques régionales et nationales.

Annexe 2 : Programme législatif pour le marché unique des services bancaires

Première directive 77/780/CEE de coordination bancaire ; 12 décembre 1977

Première directive 83/350/CEE sur la supervision consolidée ; 13 juin 1983

Directive 86/635/CEE sur la consolidation des comptes bancaires ; 8 décembre 1986

Directive 89/117/CEE sur les succursales bancaires ; 13 février 1989

Directive 89/299/CEE sur le minimum de fonds propres ; 17 avril 1989

Seconde directive 89/646/CEE de coordination bancaire ; 15 décembre 1989

Directive 89/647/CEE sur le ratio de solvabilité des banques ; 18 décembre 1989

Directive 91/308/CEE sur le blanchiment des capitaux ; 10 juin 1991

Directive 92/30/CEE sur la surveillance bancaire consolidée ; 6 avril 1992

Directive 92/121/CEE sur l'exposition aux grands risques ; 21 décembre 1992

Directive 93/6/CEE sur l'adéquation des fonds propres ; 15 mars 1993

Directive 93/22/CEE sur les services d'investissement ; 10 mai 1993

Directive 94/19/CEE sur la garantie des dépôts ; 30 mai 1994

Directive 98/26/CEE sur le règlement des transactions transfrontières ; 11 juin 1998

Directive codifiée 00/12/CE du Parlement européen et du Conseil des ministres sur l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice ; 20 mars 2000

Directive 01/24/CE sur l'assainissement et la liquidation des banques ; 4 avril 2001

Directive 02/47/CE sur les garanties financières ; 6 juin 2002

Directive 02/CE sur la réglementation prudentielle des conglomérats financiers ; 20 novembre 2002

Directive 04/39/CE sur les marchés d'instruments financiers ; 21 avril 2004

Directives 06/48/CE et 06/49/CE du Parlement européen et du Conseil des ministres sur l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice ; 14 juin 2006, refonte de la directive bancaire codifiée (2000/12/CE) et de la directive sur l'adéquation des fonds propres (93/6/CEE) ; modifiée par la directive 2009/111/CE du 16 septembre 2009

Directive 07/44/CE sur les fusions bancaires ; 5 septembre 2007

Directive 07/64/CE sur les services de paiement dans le marché intérieur ; 13 novembre 2007

Décision 09/78/CE de la Commission instituant le Comité européen des contrôleurs bancaires ; 23 janvier 2009

Directive 09/14/CE sur les systèmes de garantie des dépôts ; 11 mars 2009

Source : Mishkin (2010)

Annexe 3 : Rappel des publications relatives aux principes de gouvernance d'entreprise dans certains pays industrialisés

ORIGINES	PUBLICATIONS
Allemagne	* Verhaltensregel und Aufsicht ins Privatbetrieb (Kon Trag Bericht / 1998) * Aufsichtregel und Transparenz ins Privatbetrieb (Kodex Kommission / 2002)
Belgique	* Rapport de la Bourse de Bruxelles et de la Commission Bancaire et Financière / 1998 * Loi de Corporate Governance / 2 août 2002
Canada	* Where were the Directors ? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (Rapport Dey-Toronto Stock Exchange / 1994 et 1995)
Chine	* Réforme sur la gouvernance des entreprises chinoises (Chinese State / 1999)
Espagne	* Rapport Codigo del Buen Gobierno de las Societas (Ministère des finances / 1998) * Texto Rato et Michavila (Assemblée Nationale / 2002)
Etats Unis	* The Principles of Corporate Governance (American Law Institute / 1978) * Reinventing the Outside Director : An Agenda for Institutional Investors (Professeurs Gilson et Kraakman / 1990) * Principles of Corporate Governance Analysis and Recommendations (American Law Institute / 1993 - 1994) * A Guide for Directors and Corporate Councils (American Bar Institute / 1996) * Director Professionalism (National Association of Corporate Directors / 1996) * Corporate Director's Guidebook (American Bar association / 1996) * Corporate Governance Survey (National Association of Corporate Directors / 1997) * Coping with Fraud (National Association of Corporate Directors / 1998) * Improving the effectiveness of corporate audit committee (Blue Ribbon Committee / 1999) * Sarbanes Oxley act (Treasury / 2002)
France	* Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées (Rapport Viénot N°1 MEDEF / 1995) * Le Capitalisme Français du XXIème siècle (Commission Pebereau MEDEF / 1995) * La Pratique des Stock Options (Commission Levy Lang MEDEF / 1995) * La Citoyenneté de l'Entreprise (Commission Dermagne MEDEF / 1995) * Le Commissaire aux Comptes et le Gouvernement d'Entreprise (Rapport CNCC / 1995) * Les Conseils d'Administration des Entreprises Publiques (Rapport du Député Jean Arthuis / 1996) * La Modernisation du Droit des Sociétés (Rapport du Sénateur Philippe Marini / 1996) * Le Gouvernement d'Entreprise (Rapport Viénot N°2 MEDEF / 1999) * Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (Assemblée Nationale / 2001) * Rémunérations et Stocks options (Rapport Pinault Valenciennes MEDEF / 2002) * Pour un Meilleur Gouvernement des Entreprises Cotées (Rapport Bouton MEDEF / 2002) * L'Etat Actionnaire et le Gouvernement des Entreprises Publiques (Rapport De La Serre / 2003) * Loi sur la Sécurité Financière (Assemblée Nationale / 2003) * Pour un Droit Moderne des Sociétés (Rapport du MEDEF/AFEP/ANSA / 2003)
Grande Bretagne	* The Code of Recommended Practice of non executive Directors (Bank of England / 1987) * The Role of Duties of Directors (Institutional Shareholder's Committee / 1991) * The Code of Best Practices and The Financial Aspects Of Corporate Governance (Committee Cadbury / 1992) * Directors Remuneration (Committee Greenbury / 1995) * The Combined Code (Committee Hampel / 1998)

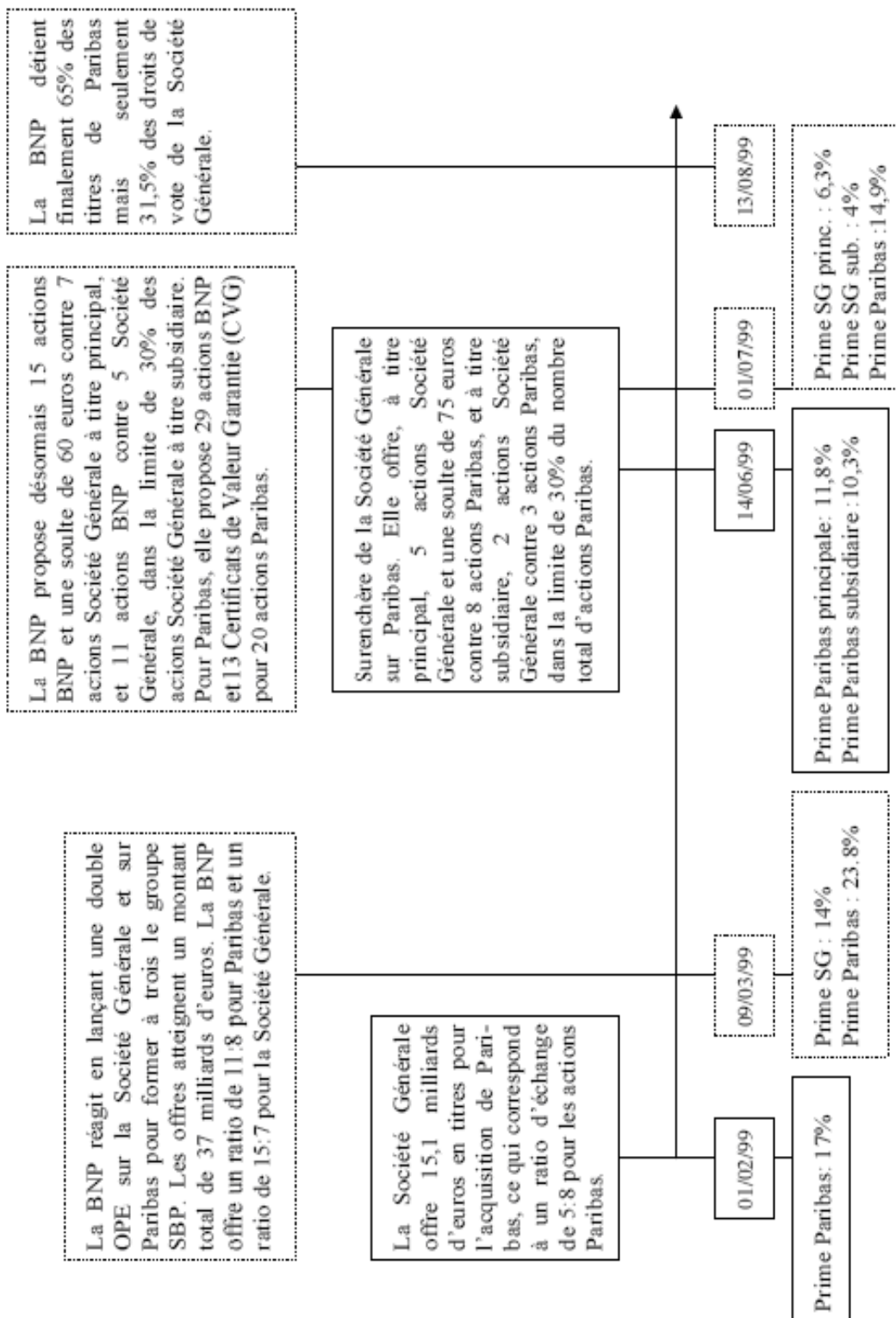
Source : Genavre 2006

Annexe 4 : Les différents domaines des F&A

I. Expansion	
Acquisition, fusion	horizontale, verticale ou conglomerale
Tender offer	Offres directes aux actionnaires sans accord préalable avec le comité de direction.
Joint venture	Travaux en commun de deux ou plusieurs partenaires pour une durée donnée et un domaine d'activité très spécifique.
II. Sell-Off	
Spinoff	Entrée en bourse d'une branche de l'entreprise.
Devestiture	Cession d'une branche de l'entreprise.
III. Corporate Control	
Premium buyback	Rachat d'une part importante d'actions à un cours supérieur au marché (premium ou prime de contrôle).
Standstill Agreement	Contrat libre avec les actionnaires importants limitant leur droit à augmenter la part de leurs investissements au sein de l'entreprise.
Antitakeover Amendement	Complication et hausse du coût d'un éventuel rachat.
Proxy Context	Reprise des positions de direction à l'encontre de l'ancien management.
IV. Change in Ownership Control	
Exchange Offer	Changement de la structure du capital par échange d'actions contre des dettes ou des actions prioritaires.
Share Repurchase	Rachat de quelques actions (self tender offer).
Going Private	Rachat du capital social par un groupement d'investisseurs.
Leverage BuyOut	Rachat par appel à un large financement externe et un apport réduit.

Source : Copeland et Weston (1988)

Annexe 5 : Synthèses des différentes offres de la Société Générale sur Paribas et de la BNP sur la Société Générale et sur Paribas



Source : Redor (2007)

Annexe 6 : Test de linéarité et de bonne spécification du modèle

```
. quietly reg RAC_1 c_surv dualité taille_c ext_c action_c Prime meth_p proxi_g  
t_rel stat_c perf_a, robust
```

```
. ovtest
```

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of RAC_1

Ho: model has no omitted variables

F(3, 97) = 0.64

Prob > F = 0.5900

(L'hypothèse H0 est acceptée ce qui indique une bonne spécification et linéarité du modèle sur la fenêtre d'événement [-1, 1])

```
. quietly reg RAC_2 c_surv dualité taille_c ext_c action_c Prime meth_p proxi_g  
t_rel stat_c perf_a, robust
```

```
. ovtest
```

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of RAC_2

Ho: model has no omitted variables

F(3, 97) = 1.42

Prob > F = 0.2416

(L'hypothèse H0 est acceptée ce qui indique une bonne spécification et linéarité du modèle sur la fenêtre d'événement [-2, 2])

```
. quietly reg RAC_3 c_surv dualité taille_c ext_c action_c Prime meth_p proxi_g  
t_rel stat_c perf_a, robust
```

```
. ovtest
```

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of RAC_3

Ho: model has no omitted variables

F(3, 97) = 1.65

Prob > F = 0.1840

(L'hypothèse H0 est acceptée ce qui indique une bonne spécification et linéarité du modèle sur la fenêtre d'événement [-3, 3])

Annexe 7 : La composition de l'indice DJ STOXX 600 BANKS

Thomson Datastream Index Service Constituent Summary Report

DJ STOXX 600 BANKS E

Symbol: S2SEB2E (I000004355)

DS Code: S04294

Company Name	DS Code	Price	Weight
ALLIED IRISH BANKS	ALBK	2.03 (E)	0.22633%
ALPHA BANK	G:PIST	11.6 (E)	0.66929%
BANK OF GREECE	G:ELL	50.19 (E)	0.11306%
BANK OF IRELAND	BKIR	2.05 (E)	0.25538%
BANKINTER 'R'	E:BKT	7.4 (E)	0.25039%
BARCLAYS	BARC	342.85 (£)	5.115279%
BANCA CARIGE	I:CRG	1.998 (E)	0.17867%
BANCA MONTE DEI PASCHI	I:BMPS	1.326 (E)	0.47464%
BANCA POPOLARE DI MILANO	I:PMI	5.38 (E)	0.27106%
BANCA PPO.DI SONDRIO	I:BPSO	6.625 (E)	0.24783%
BANCA PPO.EMILIA ROMAGNA	I:BPE	10.06 (E)	0.30835%
BBV.ARGENTARIA	E:BBVA	12.42 (E)	5.650929%
BANCO COMR.PORTUGUES 'R'	P:BCP	0.949 (E)	0.37437%
BANCO DE VALENCIA	E:BVA	5.9 (E)	0.19178%
BANCO ESPIRITO SANTO	P:BES	4.99 (E)	0.34771%
BANCO POPOLARE	I:BP	6.125 (E)	0.47623%
BANCO POPULAR ESPANOL	E:POP	6.19 (E)	0.59264%
BANCO DE SABADELL	E:BSAB	4.67 (E)	0.5376%
BANCO SANTANDER	E:SCH	11.47 (E)	11.36086%
BNP PARIBAS	F:BNP	56.71 (E)	6.78881%
COMMERZBANK (XET)	D:CBKX	7.35 (E)	0.64267%
CREDIT AGRICOLE	F:CRDA	14.61 (E)	1.873509%
CREDIT SUISSE GROUP N	S:CSGN	58.6 (SF)	5.07745%
CREDITO VALTELLINES	I:CVAL	6.3 (E)	0.15922%
DANSKE BANK	DK:DAB	120.75 (DK)	0.90744%
DEUTSCHE BANK (XET)	D:DBKX	49.815 (E)	3.75453%
DEUTSCHE POSTBANK (XET)	D:DPBX	23.49 (E)	0.22136%
DEXIA	B:DEX	5.503 (E)	0.49863%
DNB NOR	N:DNB	69.4 (NK)	0.73597%
EFG EUROBANK ERGASIAS	G:EFG	10.9 (E)	0.40106%
ERSTE GROUP BANK	O:ERS	30.74 (E)	0.7583%
SOCIETE GENERALE	F:SGE	48.845 (E)	4.38672%
HSBC HDG. (ORD \$0.50)	HSBA	692.2 (£)	16.13414%
INTESA SANPAOLO	I:BIN	2.9 (E)	3.297589%
JYSKE BANK	DK:JYS	191.5 (DK)	0.15301%
KBC GROUP	B:KB	32.215 (E)	0.57246%
LLOYDS BANKING GROUP	LLOY	85.22 (£)	1.77621%
MEDIOBANCA	I:MB	8.73 (E)	0.56448%
NATIONAL BK.OF GREECE	G:ETE	25.61 (E)	1.885719%
NATIXIS	F:KN@F	4.05 (E)	0.41121%
NORDEA BANK	W:NDA	76.1 (SK)	2.249299%
BANK OF PIRAEUS	G:PEIR	11.96 (E)	0.48753%
POHJOLA PANKKI A	M:POH	7.7 (E)	0.20171%

RAIFFEISEN INTL.BK.HLDG.	O:RAI	42.36 (E)	0.25053%
ROYAL BANK OF SCTL.GP.	RBS	39.4 (£)	0.89257%
SEB 'A'	W:SEA	46.28 (SK)	0.94681%
STANDARD CHARTERED	STAN	1619 (£)	3.57148%
SVENSKA HANDBKN.'A'	W:SVK	193.8 (SK)	1.097199%
SWEDBANK 'A'	W:SWED	64.75 (SK)	0.66136%
SYDBANK	DK:SYD	125.5 (DK)	0.13103%
UBI BANCA	I:UBI	10.08 (E)	0.7821%
UBS 'R'	S:UBSN	17.35 (SF)	4.95964%
UNICREDIT	I:UC	2.5175 (E)	4.86377%
VALIANT 'R'	S:VATN	203.1 (SF)	0.26209%

© 2010 Thomson Financial. All Rights Reserved.

Annexe 8 : Les opérations de F&A retenues pour notre échantillon

Nom de l'acquéreur	Code pays	Nom de la cible	Code pays	Date d'annonce
Piraeus Bank SA	GR	Hellenic Industrial Development Bank SA	GR	19/02/2001
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Abbey National plc	GB	26/07/2004
Crédit Agricole SA	FR	Crédit Lyonnais SA	FR	16/12/2002
KBC Banque & Assurance Holding Company NV	BE	Almanij NV	BE	23/12/2004
Deutsche Postbank AG	DE	BHW Holding AG	DE	25/10/2005
Banco de Sabadell SA	ES	Banco Atlántico SA	ES	22/12/2003
Commerzbank AG	DE	Comdirect Bank AG	DE	26/07/2005
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Privatbanken ASA	NO	25/04/2005
Commerzbank AG	DE	Eurohypo AG	DE	17/11/2005
BNP Paribas SA	FR	Banca Nazionale del Lavoro SpA	IT	3/04/2006
Banca Intesa SpA	IT	Sanpaolo IMI SpA	IT	26/08/2006
Société Générale	FR	Komerčni Banka AS	CZ	28/06/2001
Société Générale	FR	SKB Banka dd	SI	20/01/2001
UniCredito Italiano SpA	IT	Zivnostenska Banka AS	CZ	14/08/2002
Banca Intesa SpA	IT	Vseobecna Uverova Banka AS	SK	9/11/2001
Erste Bank	AT	Postabank es Takarekpenztar Rt	HU	25/09/2003
FöreningsSparbanken AB (swedbank)	SE	Hansapank AS	EE	22/03/2005
UniCredito Italiano SpA	IT	Bank BPH SA	PL	4/08/2006
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	CB DZI Bank AD	BG	29/09/2006
Sanpaolo IMI SpA	IT	Banka Koper dd	SI	3/11/2001
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Sanpaolo IMI SpA	IT	27/03/2003
KBC Banque & Assurance Holding Company NV	BE	Kredyt Bank SA	PL	2/09/2003
Deutsche Bank	DE	Banca Nazionale del Lavoro SpA	IT	30/06/2005
Deutsche Bank	DE	Fortis SA/NV	BE	21/05/2004
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	IT	Banca Nazionale del Lavoro SpA	IT	17/05/2005
Crédit Lyonnais SA	FR	Mediobanca SpA	IT	27/06/2005
Sanpaolo IMI SpA	IT	Natlxis	FR	20/11/2006
Société Générale	FR	BRD-Groupe Société Générale SA	RO	16/11/2004
Société Générale	FR	General Bank of Greece SA	GR	9/10/2003
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Banco Español de Crédito SA	ES	11/07/2002
Banco Comercial Português SA	PT	Big Bank Gdanski SA	PL	5/12/2002
Piraeus Bank SA	GR	Antium SA	GR	13/03/2003
HSBC Holdings plc	GB	HSBC Trinkaus & Burkhardt KGaA	DE	30/11/2005
Piraeus Bank SA	GR	Euroinvestment & Finance Ltd	CY	30/12/2005
Crédit Agricole SA	FR	Emporiki Bank of Greece SA	GR	27/07/2006
Dexia SA	BE	Artesia Banking Corporation	BE	13/03/2001
Svenska Handelsbanken AB	SE	Midtbank A/S	DK	11/04/2001
Royal Bank of Scotland Group plc, The	GB	Virgin Direct Personal Finance Ltd	GB	23/07/2001
Sanpaolo IMI SpA	IT	Fidis Retail Italia SpA	IT	20/12/2002
Banco Popular Español SA	ES	Banco Nacional de Crédito Inmobiliario	PT	9/01/2003
Alpha Bank SA	GR	Jubanka AD Beograd	SI	26/01/2005
Crédit Agricole SA	FR	Crédit Agricole-Landbouwkrediet	BE	7/07/2003
Royal Bank of Scotland Group plc, The	GB	Santander Direkt Bank AG's credit card and personal loans operations	DE	14/05/2003
Erste Bank	AT	Slovenska Sporitelna AS	SK	10/01/2005
Mediobanca SpA	IT	Compagnie Monégasque de Banque	FR	15/07/2003
Lloyds TSB Group plc	GB	Goldfish Bank Ltd's credit card and personal loan businesses	GB	1/08/2003

Banca Popolare di Milano Scarl	IT	Carinord 1 SpA	IT	8/09/2003
Royal Bank of Scotland Group plc, The	GB	First Active plc	IE	6/10/2003
Danske Bank A/S	DK	National Irish Bank Ltd	IE	15/12/2004
National Bank of Greece SA	GR	Vojvodjanska Banka AD	SK	12/09/2006
HSBC Holdings plc	GB	Marks and Spencer Retail Financial Services Hld	GB	12/07/2004
Crédit Agricole SA	FR	Eurofactor	FR	17/09/2004
Barclays plc	GB	Fondo Immobili Pubblici	IT	29/12/2004
UniCredito Italiano SpA	IT	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	DE	13/06/2005
Banco de Sabadell SA	ES	Banco Urquijo	ES	25/05/2006
Natexis Banques Populaires	FR	Gestitres SA	FR	6/06/2006
Sanpaolo IMI SpA	IT	Banco di Napoli SpA	IT	15/01/2002
FöreningsSparbanken AB	SE	FI-Holding A/S	DK	2/02/2001
UniCredito Italiano SpA	IT	Polnobanka as	SK	7/02/2001
Piraeus Bank SA	GR	OTE Leasing	GR	27/06/2001
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	IT	Banca C Steinhauslin & C SpA	IT	22/03/2001
Commerzbank AG	DE	Erste Europaeische (Kommunalkreditbank)	LU	6/04/2001
Banca Carige SpA	IT	IntesaBci's 60 branches	IT	6/06/2001
UniCredito Italiano SpA	IT	Demirbank Romania SA	RO	13/09/2001
Société Générale	FR	Banque de Maertelaere SA	BE	4/10/2001
Banco Comercial Português SA	PT	Banco Expresso Atlântico	PT	29/11/2001
Lloyds TSB Group plc	GB	First National Vehicle Holdings Ltd	GB	18/04/2002
FöreningsSparbanken AB	SE	FI-Holding A/S	DK	19/12/2001
National Bank of Greece SA	GR	United Bulgarian Bank	BG	22/02/2002
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Eesti Ühispank AS	EE	27/02/2002
Deutsche Bank	DE	Bivideon BV	NL	14/11/2003
Banca Intesa SpA	IT	Cassa di Risparmio di Terni e Narni SpA	IT	19/04/2002
Sydbank A/S	DK	Egnsbank Fyn AS	DK	18/02/2002
Deutsche Bank	DE	Deutsche Bank Luebeck AG	DE	2/07/2002
BNP Paribas SA	FR	Chase Manhattan Bank's asset-management (Spain)	ES	3/07/2002
National Bank of Greece SA	GR	National Investment Bank for Industrial Development	GR	26/07/2002
Erste Bank	AT	Ceska Sportelna AS	CZ	6/08/2002
Banco Popular Español SA	ES	Fortior Holding SA	ES	21/06/2002
Alpha Bank SA	GR	Alpha Bank Romania	RO	9/09/2002
FöreningsSparbanken AB	SE	HSB Bank AB	SE	17/09/2002
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	IT	Banca Toscana SpA	IT	14/11/2002
Mediobanca SpA	IT	Prominvestment SpA	IT	30/09/2002
Banco de Sabadell SA	ES	Activobank SA	ES	22/10/2002
Allied Irish Banks plc	IE	ABN Amro's private-banking unit in Ireland	IE	30/04/2003
Credito Valtellinese Scarl	IT	Bancaperta SpA	IT	20/03/2002
UniCredito Italiano SpA	IT	OnBanca SpA	IT	12/12/2002
Deutsche Bank	DE	Tobacco Capital Partners	BG	15/01/2003
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Unit Bank	GR	23/01/2003
Barclays plc	GB	Charles Schwab Europe Ltd	GB	31/01/2003
National Bank of Greece SA	GR	Banca Romaneasca SA	RO	25/09/2003
UniCredito Italiano SpA	IT	Demir Romlease SA	RO	26/05/2003
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Banc Post SA	RO	1/07/2003
UniCredito Italiano SpA	IT	Abbey National plc's Italian mortgage business	IT	17/09/2003
BNP Paribas SA	FR	Compagnie Benelux Paribas SA	BE	4/09/2003
Commerzbank AG	DE	BRE Bank SA	PL	7/10/2003
Dexia SA	BE	Dexia HypothekenBank Berlin AG	DE	22/09/2003
Banco Espírito Santo SA	PT	Banco Inversión SA	ES	7/09/2004
Deutsche Bank	DE	Berliner Bank AG (Branch)	DE	21/06/2006
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	IT	Banca C Steinhauslin & C SpA	IT	6/02/2004

Commerzbank AG	DE	SchmidtBank AG's retail business	DE	25/02/2004
Société Générale	FR	2S Banca SpA	IT	31/01/2006
Crédit Agricole SA	FR	DAN-AKTIV A/S	DK	1/03/2004
BNP Paribas SA	FR	BNP Paribas (Bulgaria) AD	BG	8/03/2004
Barclays plc	GB	Banca Woolwich SpA	IT	8/03/2004
Erste Bank	AT	Banca Comerciala Romana SA	RO	20/12/2005
Banca Carige SpA	IT	Caricarrara Holding SpA	IT	30/06/2004
Banca Intesa SpA	IT	Crédit agricole Indosuez	IT	2/07/2004
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Banc Post SA	RO	29/09/2004
Credito Valtellinese Scarl	IT	Banca dell'Artigianato e dell'Industria SpA	IT	18/11/2004
BNP Paribas SA	FR	Union de Crédit Pour le Bâtiment	FR	30/09/2004
Bank of Ireland	IE	Burdale Financial Holdings Ltd	GB	16/12/2004
Société Générale	FR	Eurobank SA	PL	25/04/2005
Piraeus Bank SA	GR	Eurobank plc	BG	25/01/2005
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Greek Progress Fund SA	GR	28/11/2005
Credito Valtellinese Scarl	IT	Julius Baer Creval Private Banking SpA	IT	12/08/2005
Banco Comercial Português SA	PT	Banco de Investimento Imobiliario SA	PT	21/09/2005
KBC Groupe SA	BE	Ceskoslovenská obchodní banka AS	CZ	20/12/2006
Banco Espírito Santo SA	PT	Banco Internacional de Crédito SA	PT	19/09/2005
KBC Groupe SA	BE	Kereskedelmi es Hitelbank Rt	HU	12/12/2005
Raiffeisen International Bank-Holding AG	AT	eBanka AS	CZ	25/07/2006
Banco Popular Español SA	ES	Iberia Cards SA	ES	27/03/2006
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Unifin	IT	24/04/2006
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	ES	Advera SpA	IT	31/05/2006
Banco de Sabadell SA	ES	Caceis Bank España SA	ES	25/09/2006

Annexe 9 : Les membres du conseil d'administration de la Société Générale (8 membres sur 17) (Extrait du rapport d'activité de 2003 de la banque)

Gouvernement d'entreprise

	DATE DE LA PREMIÈRE NOMINATION ET ÉCHÉANCE DU MANDAT	FONCTION PRINCIPALE	AUTRES MANDATS EXERCÉS DANS DES SOCIÉTÉS COTÉES (1)	BIOGRAPHIE
	Daniel Bouton Membre du Comité de sélection Date de naissance : 10/04/1950 Détient 20 600 actions	1997-2007 Président-Directeur général de la Société Générale	<i>Administrateur :</i> Arcelor, Schneider Electric SA, Total SA, Veolia Environnement	Directeur du Budget au ministère des Finances (1988-1990). Entré à la Société Générale en 1991, Directeur général en 1993, Président-Directeur général en novembre 1997.
	Philippe Citerne Date de naissance : 14/04/1949 Détient 17 600 actions	2001-2004 Administrateur et Directeur général délégué de la Société Générale	<i>Administrateur :</i> Unicredito Italiano Spa <i>Membre du Conseil de surveillance :</i> Sopra groupe <i>Représentant permanent de la Société Générale au Conseil d'administration :</i> Acor <i>Mandat ayant pris fin en 2003 :</i> représentant permanent de la Société Générale au Conseil d'administration : TF1	Après avoir exercé des fonctions au ministère des Finances, il rejoint la Société Générale en 1979. Directeur des Etudes économiques en 1984, Directeur financier en 1986, Directeur des Relations humaines en 1990, Directeur général délégué en 1996, Directeur général novembre 1997, Directeur général délégué en application de la loi NRE du 15 mai 2001.
	Marc Viénot (2) Date de naissance : 01/11/1928 Détient 36 782 actions	1986-2007 Président d'honneur de la Société Générale	<i>Administrateur :</i> Alcatel, Ciments Français <i>Membre du Conseil de surveillance :</i> Aventis	Après une carrière à la Direction du Trésor du ministère des Finances, entre à la Société Générale en 1973. Directeur général en 1977, Président de 1996 à 1997.
	Jean Azéma (3) Administrateur indépendant (4) Date de naissance : 23/02/1963 Détient 600 actions	2003-2006 Directeur général de Groupama	<i>Administrateur :</i> Médicobanca, Veolia Environnement <i>Représentant permanent de Groupama au Conseil d'administration :</i> Boloré Investissement	Entré à la mutualité agricole en 1975, Directeur financier de Groupama Vie en 1987, devient Directeur général de Groupama en 2000.
	Euan Baird Administrateur indépendant (4) Membre du Comité de sélection et du Comité des rémunérations Date de naissance : 16/09/1937 Détient 600 actions	2001-2004 Président de Rolls Royce Plc	<i>Administrateur :</i> Scottish Power, Areva	De nationalité britannique. Entre en 1960 dans le groupe Schlumberger, devient Directeur général adjoint responsable des opérations <i>wireline</i> en 1979. Président de Schlumberger 1986-2003. Président de Rolls Royce depuis 2003.
	Jacques Calvet Administrateur indépendant (4) Président du Comité des comptes Date de naissance : 19/09/1931 Détient 1 064 actions	1989-2004 Administrateur de sociétés	<i>Président du Conseil de surveillance :</i> BHV <i>Vice-Président du Conseil de surveillance :</i> Galeries Lafayette <i>Membre du Conseil de surveillance :</i> Axa <i>Vice-Président du Conseil d'administration :</i> Vivarte <i>Administrateur :</i> Société Foncière Lyonnaise <i>Censeur :</i> Cottin Frères, EPI-Société Européenne de Participations Industrielles	Président de la BNP (1979-1982). Président de PSA (1982-1997).
	Yves Cannac Administrateur indépendant (4) Membre du Comité des comptes Date de naissance : 23/03/1935 Détient 700 actions	1997-2006 Membre du Conseil économique et social	<i>Administrateur :</i> AGF <i>Membre du Conseil de surveillance :</i> Solving International <i>Mandat ayant pris fin en 2003 :</i> <i>administrateur :</i> Danone	Président d'Havas de 1978 à 1981. Président de CEGOS de 1986 à 1999.
	Elle Cohen Administrateur indépendant (4) Date de naissance : 08/12/1946 Détient 600 actions	2003-2006 Professeur à l'université Paris-Dauphine		Professeur agrégé des Universités en sciences de gestion, docteur d'État es Sciences économiques, professeur à Paris Dauphine, Président de l'université de Paris-Dauphine (1994-1999).

* Le nombre des actions a été arrêté au 31/12/2003.

(1) Les autres mandats exercés dans des sociétés non cotées figurent en page 18.

(2) Ancien mandataire social.

(3) Coopté par le Conseil d'administration du 24 septembre sur le poste de M. Bilger démissionnaire le 6 août 2003 ; si l'Assemblée générale ratifie cette décision, son mandat expirera en 2005.

(4) Voir pages 13 et 14.

(5) Mandataire social d'une filiale du groupe Société Générale.

Annexe 10 : Calcul des rentabilités anormales

(Extrait de l'application Excel conçue pour réaliser la méthode d'événement)

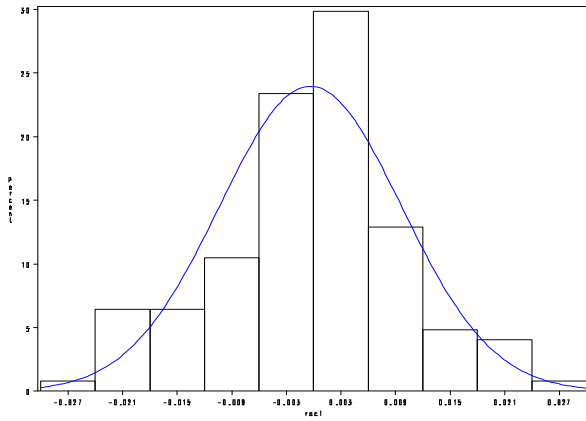
Banque acquéreuse	J	Dernier cours Bq	Cours DJ Stoxx			
Deutsche Bank DA = 21/05/2004	-181	57,5	295,763			
	-180	56,8	294,945			
	-179	57,1	296,588			
	-178	58,05	300,777	J		
	-177	57,72	302,411	-3		
	-176	59,25	306,589	-2		
	-175	59	303,533	-1		
	-174	56,5	299,134	T ₀		
	-173	55,65	298,197	1		
	-172	53,75	297,984	2		
	-171	54,55	295,565	3		
	-170	54	293,434	RAC [-3;3]		
	-169	53,35	291,062	RAC [-1;1]		
	-168	52,1	285,87	RAC en T₀		
	-167	53,3	292,256			
	-166	53,5	295,465			
	-165	55,3	302,06			
	-164	55,2	300,064			
	-163	54,1	298,321			
			

		BQ	Deutsch Bank	B. Santander
			0,001908801	-0,006341635
			0,00450097	0,003550278
			0,002383575	-0,020819223
			0,002547653	-0,007899985
			0,00716038	0,005276954
			-0,003713548	-0,007490848
			-0,002959206	-0,006711883
			0,0118	-0,0404
			0,0121	-0,0234
			0,0025	-0,0079

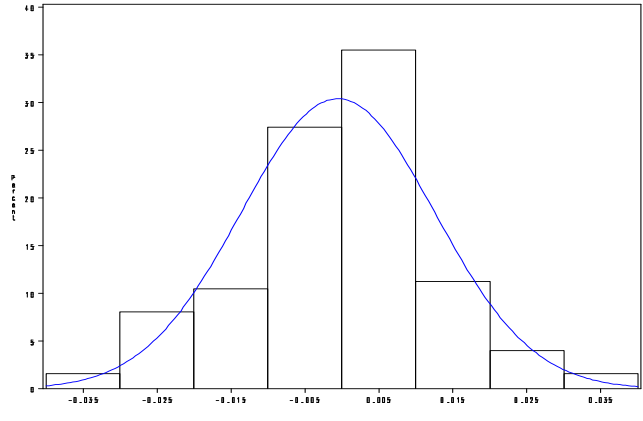
Jours	Rt (observée)	Rmt (marché)	Rt* (estimée)	Rentabilité anormale (Rt - Rt*)	Rt* (estimée) = a* + b* Rmt
-180	-0,00127891	0,003508393	0,003329513	-0,004608427	<i>Régression linéaire</i>
-179	0,003422137	4,77382E-05	-8,5349E-06	0,003430672	b* = 0,96457123
-178	0,008434984	0,00076768	0,0006859	0,007749083	a* = -5,4582E-05
-177	-0,0050396	8,70465E-05	2,93808E-05	-0,005068983	
-176	-0,00510739	0,000785378	0,000702971	-0,00581036	
-175	0,002132524	0,001477197	0,00137028	0,000762244	
-174	0,002122104	0,000883185	0,000797313	0,001324791	
-173	-0,00554092	-0,000796608	-0,00082297	-0,004717949	
-172	-0,00388188	-0,000568077	-0,00060253	-0,003279349	
-171	-0,00698207	0,000604525	0,000528526	-0,007510591	
....	

Annexe 11 : Test graphique de normalité pour les modèles de régression

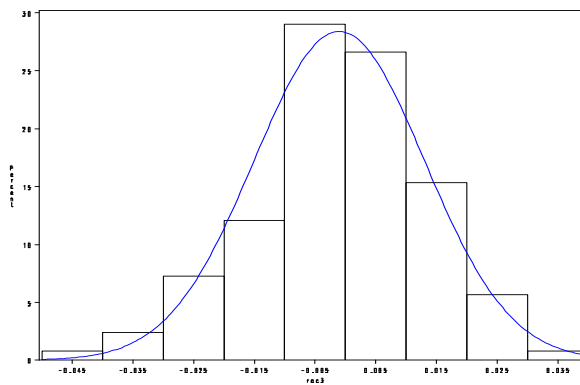
Test graphique de normalité
RAC [-1, 1]



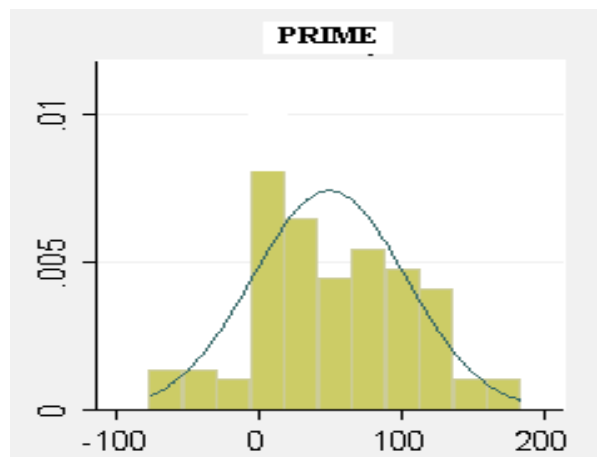
Test graphique de normalité
RAC [-2, 2]



Test graphique de normalité
RAC [-3, 3]



Test graphique de normalité



Annexe 12 : Test *Skewness/Kurtosis* de normalité des distributions

Modèle de régression		Skewness	Kurtosis	Prob>chi2
<i>Equation 1</i>	RAC [-1, 1]	0.026	0.457	0.1671
	RAC [-2, 2]	0.384	0.286	0.3798
	RAC [-3, 3]	0.149	0.188	0.2647
<i>Equation 2</i>	PRIME	0.319	0.574	0.5128
<i>Equation 3</i>	RAC [-1, 1]	0.112	0.245	0.1397
	RAC [-2, 2]	0.328	0.247	0.3391
	RAC [-3, 3]	0.048	0.173	0.1615

Syntaxe du test sous Stata

- **Equation 1**

```
=> quietly reg RAC_1 meth_p proxi_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, robust
. predict residu, resid
(13 missing values generated)
. sktest residu
```

```
=> quietly reg RAC_2 meth_p proxi_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, robust
. predict residu, resid
(13 missing values generated)
. sktest residu
```

```
=> quietly reg RAC_3 meth_p proxi_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, robust
. predict residu, resid
(13 missing values generated)
. sktest residu
```

- **Equation 2**

quietly Prime meth_p prox_i_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, robust

. predict residu, resid

(13 missing values generated)

. sktest residu

▪ **Equation 3**

=> quietly RAC_1 meth_p prox_i_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, prime, robust

. predict residu, resid

(13 missing values generated)

. sktest residu

=> quietly RAC_2 meth_p prox_i_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, prime, robust

. predict residu, resid

(13 missing values generated)

. sktest residu

=> quietly RAC_3 meth_p prox_i_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c, prime, robust

. predict residu, resid

(13 missing values generated)

. sktest residu

Annexe 14 : Résultats de la régression linéaire multiple

- Equation (1)-

▪ **Sans prise en compte des variables de contrôle**

Syntaxe : mvreg RAC_1 RAC_2 RAC_3 = c_surv dualité taille_c ext_c action_c

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	F	P
RAC_1	119	6	.0093256	0.1155	2.951099	0.0153
RAC_2	119	6	.0131443	0.0573	1.374031	0.2393
RAC_3	119	6	.0141576	0.0230	.5324407	0.7513

	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
RAC_1						
c_surv	-.0070008	.0037581	-1.86	0.065	-.0144463 .0004447	
dualité	-.0050721	.0026434	-1.92	0.058	-.0103092 .000165	
taille_c	.0002653	.0002183	1.22	0.227	-.0001671 .0006977	
ext_c	.0154062	.0067832	2.27	0.025	.0019675 .028845	
action_c	-.0008433	.0004223	-2.00	0.048	-.0016799 -6.76e-06	
_cons	-.00126307	.0055102	-1.29	0.199	-.0235474 -.001714	
RAC_2						
c_surv	-.0050631	.005297	-0.96	0.341	-.0155575 .0054312	
dualité	-.0080257	.0037259	-2.15	0.033	-.0154074 -.0006441	
taille_c	-.0000271	.0003076	-0.09	0.930	-.0006366 .0005824	
ext_c	.0158022	.0095609	1.65	0.101	-.0031396 .034744	
action_c	-.0001812	.0005952	-0.30	0.761	-.0013604 .0009979	
_cons	-.008292	.0077666	-1.07	0.288	-.023679 .007095	
RAC_3						
c_surv	-.005926	.0057054	-1.04	0.301	-.0172293 .0053774	
dualité	-.004611	.0040131	-1.15	0.253	-.0125617 .0033396	
taille_c	-.0000913	.0003313	-0.28	0.783	-.0007478 .0005651	
ext_c	.015036	.0102979	1.46	0.147	-.005366 .035438	
action_c	-.0000527	.0006411	-0.08	0.935	-.0013227 .0012174	
_cons	-.0075529	.0083653	-0.90	0.369	-.0241261 .0090202	

▪ **Avec prise en compte des variables de contrôle**

Syntaxe : mvreg RAC_1 RAC_2 RAC_3 = meth_p proxi_g t_rel stat_c perf_a c_surv dualité taille_c ext_c action_c

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	F	P
RAC_1	112	11	.0088699	0.2633	3.609149	0.0004
RAC_2	112	11	.0130843	0.1326	1.543775	0.1349
RAC_3	112	11	.0142943	0.0817	.899076	0.5370

	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
RAC_1					
meth_p	.0086619	.0020532	4.22	0.000	.0045889 .0127349
proxi_g	.0005022	.0018274	0.27	0.784	-.0031228 .0041272
t_rel	.0034954	.0025353	1.38	0.171	-.001534 .0085248
stat_c	-.001982	.001951	-1.02	0.312	-.0058522 .0018883
perf_a	-.0124171	.0087133	-1.43	0.157	-.0297019 .0048676
c_surv	-.0088412	.004091	-2.16	0.033	-.0169567 -.0007258

dualité	-.0058886	.0027489	-2.14	0.035	-.0113417	-.0004356
taille_c	.0001131	.0002196	0.52	0.608	-.0003225	.0005487
ext_c	.0157265	.0069216	2.27	0.025	.0019959	.0294572
action_c	-.000712	.0004184	-1.65	0.101	-.001542	.000118
_cons	-.0115271	.0063814	-1.81	0.074	-.0241861	.0011319

RAC_2						
meth_p	.0085952	.0030287	2.84	0.005	.002587	.0146033
proxi_g	.0010632	.0026956	0.39	0.694	-.0042841	.0064106
t_rel	.0061646	.0037399	1.67	0.097	-.0012545	.0135836
stat_c	-.002705	.002878	-0.94	0.350	-.0084141	.0030042
perf_a	-.009489	.0128531	-0.74	0.462	-.0349861	.0160082
c_surv	-.0055275	.0060347	-0.92	0.362	-.0174988	.0064438
dualité	-.0079947	.004055	-1.97	0.051	-.0160386	.0000493
taille_c	-.0001756	.0003239	-0.54	0.589	-.0008181	.0004669
ext_c	.0138792	.0102103	1.68	0.095	-.0063752	.0341336
action_c	-.0000626	.0006172	-0.10	0.919	-.001287	.0011617
_cons	-.0075258	.0094134	-0.80	0.426	-.0261994	.0111478

RAC_3						
meth_p	.006643	.0033088	2.01	0.047	.0000792	.0132068
proxi_g	.001126	.0029449	0.38	0.703	-.0047159	.0069679
t_rel	.0054155	.0040858	1.33	0.188	-.0026896	.0135207
stat_c	-.0048107	.0031441	-1.53	0.129	-.0110478	.0014264
perf_a	-.0120162	.0140418	-0.86	0.394	-.0398713	.015839
c_surv	-.0061043	.0065928	-0.93	0.357	-.0191826	.0069741
dualité	-.0055646	.00443	-1.26	0.212	-.0143524	.0032233
taille_c	-.0002125	.0003538	-0.60	0.550	-.0009144	.0004895
ext_c	.0118807	.0111545	1.07	0.289	-.0102468	.0340083
action_c	.0002814	.0006743	0.42	0.677	-.0010562	.0016189
_cons	-.0034448	.0102839	-0.33	0.738	-.0238453	.0169557

Annexe 15 : Résultats de la régression linéaire multiple

- Equation (2)-

▪ **Avec prise en compte des variables de contrôle**

```
. reg Prime c_surv dualité taille_c ext_c action_c meth_p proxi_g t_rel stat_c perf_a
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	112
Model	72277.9042	10	7227.79042	F(10, 101) =	2.87
Residual	254785.304	101	2522.62677	Prob > F =	0.0035
				R-squared =	0.2210
				Adj R-squared =	0.1439
Total	327063.208	111	2946.51539	Root MSE =	50.226

Prime	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
c_surv	45.38253	23.16512	1.96	0.053*	-5.708385 91.33589
dualité	-21.93924	15.56552	-1.41	0.162	-52.81704 8.93857
taille_c	-2.817342	1.2433	-1.27	0.206	-5.283715 -.3509692
ext_c	-53.52735	39.19348	-1.67	0.097*	-131.2767 24.22198
action_c	.868994	2.369151	0.37	0.715	-3.830764 5.568752
meth_p	-24.43737	11.62615	-2.10	0.038**	-47.50053 -1.374213
proxi_g	-11.1513	10.34749	-1.08	0.284	-31.67794 9.375338
t_rel	-25.90041	14.35627	-1.60	0.112	-54.37939 2.57856
stat_c	25.82183	11.04753	1.34	0.183	3.906505 47.73715
perf_a	139.778	49.33853	2.83	0.006***	41.90362 237.6524
_cons	98.27815	36.13451	2.72	0.008	26.597 169.9593

▪ **Sans prise en compte des variables de contrôle**

```
. reg Prime c_surv dualité taille_c ext_c action_c
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	119
Model	23166.4224	5	4633.28448	F(5, 113) =	1.68
Residual	311212.731	113	2754.09496	Prob > F =	0.1445
				R-squared =	0.0693
				Adj R-squared =	0.0281
Total	334379.153	118	2833.72164	Root MSE =	52.479

Prime	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
c_surv	22.29102	21.14866	1.05	0.294	-19.6083 64.19033
dualité	-20.73243	14.87573	-1.39	0.166	-50.20394 8.739083
taille_c	-2.621594	1.228228	-2.13	0.035	-5.054935 -.1882533
ext_c	-47.19176	38.17234	-1.24	0.219	-122.8181 28.43453
action_c	1.742333	2.376252	0.73	0.465	-2.96545 6.450116
_cons	126.7348	31.00853	4.09	0.000	65.30127 188.16

Annexe 16 : Résultats de la régression linéaire multiple

- Equation (3)-

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	F	P
RAC_1	112	12	.0088514	0.2736	3.424238	0.0005
RAC_2	112	12	.0131172	0.1368	1.441278	0.1665
RAC_3	112	12	.0143639	0.0820	.8115307	0.6285

	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
RAC_1						
c_surv	-.0078917	.0041593	-1.90	0.061	-.0161436 .0003602	
dualité	-.0063477	.00277	-2.29	0.024	-.0118433 -.0008521	
taille_c	.0000542	.0002246	0.24	0.810	-.0003915 .0004998	
ext_c	.0146065	.0069706	2.10	0.039	.000777 .0284361	
action_c	-.0006938	.0004178	-1.66	0.100	-.0015227 .0001351	
meth_p	.0081506	.0020932	3.89	0.000	.0039977 .0123035	
proxi_g	.0002689	.001834	0.15	0.884	-.0033698 .0039075	
t_rel	.0029535	.0025705	1.15	0.253	-.0021463 .0080532	
stat_c	-.0014417	.0019989	-0.72	0.472	-.0054074 .0025241	
perf_a	-.0094925	.0090339	-1.05	0.296	-.0274155 .0084306	
Prime	-.0000209	.0000175	-1.71	0.089	-.0000557 .0000139	
_cons	-.0094708	.0065971	-1.44	0.154	-.0225593 .0036178	
RAC_2						
c_surv	-.0046988	.0061638	-0.76	0.448	-.0169276 .0075299	
dualité	-.0083953	.0041049	-2.05	0.043	-.0165393 -.0002512	
taille_c	-.0002271	.0003329	-0.68	0.497	-.0008874 .0004333	
ext_c	.0129018	.01033	1.25	0.215	-.0075926 .0333963	
action_c	-.0000468	.0006191	-0.08	0.940	-.0012751 .0011816	
meth_p	.008149	.003102	2.63	0.010	.0019946 .0143033	
proxi_g	.0008596	.0027179	0.32	0.752	-.0045326 .0062518	
t_rel	.0056916	.0038093	1.49	0.138	-.0018659 .0132491	
stat_c	-.0022335	.0029622	-0.75	0.453	-.0081105 .0036435	
perf_a	-.0069367	.0133877	-0.52	0.606	-.0334975 .019624	
Prime	-.0000183	.000026	-0.70	0.484	-.0000698 .0000333	
_cons	-.0057313	.0097765	-0.59	0.559	-.0251276 .0136651	
RAC_3						
c_surv	-.0059082	.0067496	-0.88	0.383	-.0192993 .0074829	
dualité	-.0056593	.0044951	-1.26	0.211	-.0145775 .0032588	
taille_c	-.0002247	.0003645	-0.62	0.539	-.0009478 .0004985	
ext_c	.0116495	.0113119	1.03	0.306	-.0107929 .0340919	
action_c	.0002851	.000678	0.42	0.675	-.00106 .0016303	
meth_p	.0065374	.0033969	1.92	0.057	-.0002019 .0132767	
proxi_g	.0010778	.0029762	0.36	0.718	-.0048269 .0069826	
t_rel	.0053036	.0041713	1.27	0.207	-.0029722 .0135795	
stat_c	-.0046992	.0032438	-1.45	0.151	-.0111347 .0017364	
perf_a	-.0114123	.0146601	-0.78	0.438	-.0404976 .0176729	
Prime	-4.32e-06	.0000285	-0.15	0.880	-.0000608 .0000521	
_cons	-.0030202	.0107058	-0.28	0.778	-.0242602 .0182197	

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	5
Partie I.....	30
<i>Analyse théorique de l'influence des caractéristiques des conseils et des déterminants de la performance sur les rendements boursiers des banques acquéreuses.....</i>	<i>30</i>
Chapitre 1 : Existence d'un lien entre la structure des conseils et la performance boursière des banques acquéreuses	32
Section 1 : La performance boursière post-F&A des banques.....	32
1. Justification théorique des fusions-acquisitions	35
1.1. Fondements théoriques de la création de valeur dans les F&A	35
1.1.1. La théorie des coûts de transaction	35
1.1.2. La théorie fondée sur les ressources.....	36
1.1.3. La perspective de l'agence et la logique disciplinaire des opérations de F&A.....	37
1.2. Fondements théoriques de la destruction de valeur dans les F&A	38
1.2.1. Les F&A en tant qu'instruments d'affranchissement, d'enracinement et d'enrichissement des dirigeants.....	39
1.2.2. Les F&A, l'hubris du management et le sur-paiement des cibles.....	40
1.2.3. Les F&A et l'hypothèse du free cash-flow	41
2. Fusions-acquisitions bancaires et création de valeur.....	42
2.1. Source de la création de valeur	42
2.2. Mesure de la création de valeur	47
2.2.1. L'approche comptable.....	47
2.2.2. La méthode des rendements anormaux	48
2.3. Création de valeur dans les F&A bancaires : aperçu des études empiriques antérieures.....	50
3. F&A bancaires et création de valeur : incidence des primes de contrôle.....	53
3.1. Prime de contrôle et rendements de l'acquéreur : débats théoriques.....	53
3.2. Lien entre la prime offerte par l'acquéreur et sa performance boursière : aperçu des études empiriques antérieures	56
Section 2 : Incidence des caractéristiques des conseils des banques initiatrices sur leurs performances boursières.....	58
1. Rôle des conseils des banques, en tant que mécanisme interne de gouvernance, dans les fusions-acquisitions	58
1.1. Spécificité de la gouvernance bancaire.....	59
1.2. La spécificité de la gouvernance bancaire octroi-t-elle un rôle plus important aux conseils ?.....	61
1.3. Rôle des conseils des établissements bancaires dans les F&A.....	63
2. Liens entre structure des conseils des banques acquéreuses et leurs rendements boursiers anormaux	66
2.1. Incidence de la forme et de la composition des conseils des banques acquéreuses ...	66
2.1.1. Influence de la forme du conseil de l'acquéreur	66
2.1.2. Dualité de direction au CA et performance de l'acquéreur.....	71

2.1.3. Influence de la taille du conseil de l'acquéreur	74
2.1.4. Influence de la proportion des membres externes au conseil de l'acquéreur sur sa performance.....	77
2.2. Influence des administrateurs-actionnaires des banques acquéreuses sur leurs rendements boursiers	82
2.2.1. Influence de l'actionnariat des dirigeants et des membres internes (exécutifs).....	83
2.2.2. Influence de l'actionnariat des administrateurs externes (non-exécutifs).....	84
3. La structure des conseils des banques acquéreuses, en tant que déterminant des primes versées, et l'impact sur la performance	86
3.1. Influence du cumul des fonctions de décision et de contrôle sur le niveau de la prime versée par l'initiateur et performance boursière de ce dernier.....	87
3.2. Taille du conseil, prime de contrôle et performance de l'acquéreur.....	89
3.3. Influence de la proportion des administrateurs externes (non-exécutifs) sur la prime payée et les rendements de l'acquéreur	90
3.4. Influence du pourcentage du capital détenu par les dirigeants et les administrateurs des banques initiatrices sur les primes offertes par celles-ci et leurs rendements boursiers.....	91

Chapitre 2 : Les déterminants de la performance de l'acquéreur liés aux caractéristiques de la transaction et des banques concernées.....94

Section 1 : Influence des caractéristiques de la transaction sur la performance boursière des banques acquéreuses	95
1. La méthode de paiement.....	96
1.1. Le choix de la méthode de paiement dans la littérature.....	96
1.1.1. Les modèles d'asymétrie informationnelle	97
1.1.2. Influence de la fiscalité	99
1.1.3. Autres modèles explicatifs du choix de la méthode de paiement	100
1.1.4. Conclusion : validité des modèles théoriques relatifs au choix de la méthode de paiement	101
1.2. Méthode de paiement et création de valeur	103
1.3. La méthode de paiement, en tant que déterminant de la prime de contrôle, et création de valeur.....	106
2. Incidence de la diversification	108
2.1. Diversification et rendements boursiers de l'acquéreur.....	110
2.1.1. La proximité sectorielle (des activités) de l'acquéreur et de la cible	110
2.1.2. La proximité géographique de l'acquéreur et de la cible	113
2.2. Diversification, primes d'acquisition et performance de l'acquéreur.....	117
2.2.1. Diversification métiers/produits	117
2.2.2. Diversification géographique	118
Section 2 : Influence des caractéristiques des banques impliquées dans les F&A sur la performance boursières des initiatrices	119
1. Incidence des caractéristiques de la cible et de l'acquéreur sur les rendements boursiers de ce dernier	120
1.1. La taille relative de la cible et de l'acquéreur	120
1.2. Statut de la cible.....	123
1.3. Performance avant acquisition de la cible	127

1.4. Performance avant acquisition de l'acquéreur	128
2. Influence des caractéristiques des banques impliquées sur les primes versées par les initiatrices et les rendements boursiers de celles-ci	130
2.1. Attractivité de la cible et prime payée par l'acquéreur	130
2.2. Statut, taille relative et performance avant acquisition de la cible, en tant que déterminants des primes versées : quel impact sur les rendements de l'acquéreur ?	134
2.2.1. Taille relative.....	134
2.2.2. Statut de la cible	136
2.2.3. Performance avant acquisition de la cible.....	137
2.3. Influence des déterminants des primes liés aux caractéristiques des banques acquéreuses sur leurs rendements boursiers.....	139
2.3.1. Les caractéristiques financières de l'acquéreur : influence de sa profitabilité avant l'opération sur la prime et la performance	139
2.3.2. Incidence des autres déterminants liés aux acquéreurs	141
Partie II.....	150
<i>Mise en évidence empirique de l'influence des caractéristiques des conseils et des déterminants de la performance sur les rendements anormaux des banques acquéreuses européennes.....</i>	150
Chapitre 3 : Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique.....	151
Section 1 : Modèles empiriques et méthodologie	151
1. Modèles empiriques : les déterminants des rendements des banques acquéreuses	152
2. Méthodologie de recherche	155
2.1. Etude d'événement et mesure de la performance	155
2.1.1. Origine de la démarche	156
2.1.2. Etapes de la démarche	158
2.2. Analyse de la régression : les déterminants de la performance de l'acquéreur	170
2.2.1. Effet direct des caractéristiques du conseil et des autres déterminants sur la performance de l'acquéreur.....	171
2.2.2. Effet indirect des caractéristiques du conseil et des autres déterminants sur la performance de l'acquéreur : analyse de la prime offerte en tant que facteur médiateur	173
Section 2 : Echantillon, données de recherche et définition des variables.....	178
1. Les banques acquéreuses	178
1.1. Construction de l'échantillon	178
1.2. Collecte des données.....	182
2. Les variables et leurs mesures	184
2.1. Variable dépendante : les rendements anormaux cumulés (RAC)	184
2.2. Variables indépendantes	187
2.3. Variable médiatrice : la prime de contrôle (prime).....	189
2.4. Variables de contrôle	191
2.5. Synthèse des variables utilisées et de leurs mesures.....	192
Chapitre 4 : Résultats et discussions	193
Section 1 : présentation des résultats.....	193
1. Analyse descriptive des résultats	193
1.1. Variable dépendante : résultats de l'étude d'événement.....	193

1.2. Variables indépendantes	198
1.2.1. La forme du conseil	199
1.2.2. La dualité de direction	200
1.2.3. La taille du conseil	201
1.2.4. La proportion des administrateurs externes (non-exécutifs)	202
1.2.5. L'actionnariat des administrateurs	204
1.3. Variable médiatrice	205
1.4. Variables de contrôle	208
1.4.1. La méthode de paiement	208
1.4.2. La proximité géographique	209
1.4.3. La taille relative des banques	209
1.4.4. Le statut de la cible	210
1.4.5. La performance avant acquisition de l'acquéreur	211
2. Présentation des résultats de la régression	212
2.1. Vérification des conditions d'application de la régression multiple	212
2.2. Effet direct des caractéristiques des conseils des établissements bancaires acquéreurs et des déterminants de la performance sur les rendements anormaux de ces derniers	216
2.2.1. Variables explicatives	218
2.2.2. Variables de contrôle	223
2.3. Effet médiateur de la prime sur la relation indirecte entre les caractéristiques des conseils ainsi que des déterminants contrôlés et la performance boursière de l'acquéreur	227
2.3.1. Influence des caractéristiques du conseil et des déterminants contrôlés sur le niveau des primes versées : présentation des résultats de la régression	229
2.3.2. Influence des caractéristiques du conseil et des déterminants contrôlés sur les primes et les rendements anormaux de l'acquéreur : présentation des résultats de la régression	236
2.4. Synthèse des résultats et validation des hypothèses	251
Section 2 : discussions des résultats	254
1. Analyse de l'effet direct	254
1.1. Influence des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements anormaux	254
1.2. Influence des différents déterminants de la performance sur les rendements anormaux de l'acquéreur	258
2. Analyse de l'effet médiateur	260
2.1. Impact médiateur de la prime sur la relation entre les caractéristiques du conseil de l'acquéreur et sa performance	260
2.2. Impact médiateur de la prime sur la relation entre les différents déterminants de la performance et les rendements anormaux de l'acquéreur	262
CONCLUSION GENERALE	266
BIBLIOGRAPHIE	274
ANNEXES	296
Liste des tableaux	322
Liste des figures	324

Liste des tableaux

Tableau 1 : Quelques définitions de la gouvernance d'entreprise en Europe	16
Tableau 2 : Effet boursier anormal (EBA) des offres publiques (acceptées) selon diverses études.....	51
Tableau 3 : F&A et création de valeur : quelques résultats empiriques dans le secteur bancaire américain et européen.....	52
Tableau 4 : Incidence de la prime versée par une banque acquéreuse sur ses rendements anormaux autour de la date d'annonce de l'opération.....	57
Tableau 5 : Evaluation d'une F&A par le CA	65
Tableau 6 : Méthode de paiement et Rendements anormaux de l'acquéreur	104
Tableau 7 : Rendements anormaux des acquéreurs et statut de la cible	126
Tableau 8 : Hypothèses à tester et signe attendu sur la prime et les rendements anormaux (RA),.....	148
Tableau 9 : Les caractéristiques de quelques études d'événement américaines et européennes	159
Tableau 10 : Fréquences de rejet d'une absence de rendements anormaux en fonction du % de rendement anormaux effectif (RA).....	162
Tableau 11 : agrégation transversale et en série temporelle des rentabilités anormales	165
Tableau 12 : Nombre de banques acquéreuses et cibles par pays.....	180
Tableau 13 : Nombre d'opérations de F&A de notre échantillon par année	181
Tableau 14 : Répartition des opérations de F&A par année, type et statut des cibles	182
Tableau 15 : Source d'information des différentes données de notre recherche	183
Tableau 16 : Caractéristiques de notre démarche d'étude d'événement.....	185
Tableau 17 : l'évaluation des primes de contrôle dans les F&A bancaires.....	190
Tableau 18 : Synthèse des variables utilisées et de leurs mesures	192
Tableau 19 : rendements anormaux moyens et moyens cumulés	193
Tableau 20 : Rendements anormaux moyens cumulés sur différentes fenêtres d'événements autour de la date d'annonce	195
Tableau 21 : Le test BMP des rendements anormaux normalisés en coupe transversale	195
Tableau 22 : Test de rang signé de Wilcoxon.....	197
Tableau 23 : forme du conseil et choix du système duale.....	199

Tableau 24: le cumul des fonctions de président et de directeur général.....	200
Tableau 25: Type de conseil des banques de l'échantillon.....	200
Tableau 26: la taille des conseils d'administration et de surveillance de notre échantillon.....	201
Tableau 27 : Nombre moyen d'administrateurs par type de conseil	202
Tableau 28 : La proportion moyenne des administrateurs externes dans notre échantillon	202
Tableau 29 : Proportion moyenne des administrateurs externes (non-exécutifs) et présence de dualité de direction.....	204
Tableau 30 : Le pourcentage moyen du capital détenu par les administrateurs dans notre échantillon.....	204
Tableau 31 : Pourcentage moyen du capital détenu par les membres du conseil en fonction de la forme de celui-ci.....	205
Tableau 32 : Analyse descriptif de la prime de contrôle	206
Tableau 33 : Prime de contrôle versée par l'acquéreur selon la méthode de paiement utilisée	207
Tableau 34 : Prime de contrôle versée à la cible en fonction de son statut.....	207
Tableau 35 : Prime de contrôle et diversification géographique	207
Tableau 36 : Méthode de paiement utilisée par les banques acquéreuses de notre échantillon	208
Tableau 37 : La proximité géographique des banques de notre échantillon	209
Tableau 38 : Taille relative des établissements de notre échantillon	210
Tableau 39 : Statut des cibles de notre échantillon.....	211
Tableau 40 : performance avant acquisition moyenne des acquéreurs de notre échantillon.....	211
Tableau 41 : Test d'hétéroscédasticité de <i>Breusch-Pagan</i> pour les trois modèles de régression.....	214
Tableau 42 : résultats de la régression linéaire multiple associée à l'étude de la relation directe.....	217
Tableau 43 : Test de Fisher associé à chaque fenêtre d'événement dans l'analyse de l'effet direct	217
Tableau 44 : Les relations significatives (avec seuil de significativité) dans l'analyse	228
Tableau 45 : Résultats de la régression de la prime sur les variables explicatives et de contrôle	230
Tableau 46 : Hypothèses de recherche relatives à l'analyse de l'effet médiateur.....	230
Tableau 47 : résultats de la régression linéaire multiple associée à l'étude de l'effet médiateur.....	238
Tableau 48 : Synthèse des résultats des effets directs et médiateurs	251

Liste des figures

Figure 1 : Répartition sectorielle des F&A européennes en 2009.....	8
Figure 2 : Répartition sectorielle des F&A dans le monde en 2007 et 2008.....	8
Figure 3 : Nombre des F&A bancaires dans la zone Euro.....	9
Figure 4 : Valeur des F&A bancaires dans la zone Euro (en Bn €).....	9
Figure 5 : Nombre d'institutions de crédit en Europe	10
Figure 6 : Composition des conseils d'administration en Europe.....	18
Figure 7: Résumé de la démarche de recherche	29
Figure 8 : Economies d'échelle et taille critique	46
Figure 9 : La relation non-linéaire entre la prime d'acquisition et les rendements de l'acquéreur.....	54
Figure 10 : Les deux degrés d'asymétrie.....	56
Figure 11 : Fréquence d'utilisation du cash dans les opérations de F&A entre 2000 et 2007	96
Figure 12 : Les quatre positionnements stratégiques des banques à travers les F&A	109
Figure 13 : L'hubris du directeur général dans les grandes acquisitions	140
Figure 14 : Effets direct et indirect des caractéristiques du conseil de l'acquéreur sur ses rendements boursiers	146
Figure 15 : Effets direct et indirect des autres déterminants de la performance sur les rendements anormaux de l'acquéreur	147
Figure 16 : Réaction des cours à de nouvelles informations dans des marchés	159
Figure 17 : Structure temporelle d'une étude d'événement.....	163
Figure 18 : Effet direct des caractéristiques du conseil de l'acquéreur et des déterminants contrôlés sur les rendements boursiers de l'initiateur	171
Figure 19 : Effet médiateur de la prime sur la relation entre la performance de l'acquéreur et les caractéristiques de son conseil ainsi que des autres déterminants de la performance	174
Figure 20: Modèle de Baron et Kenny (1986) pour l'analyse des variables médiatrices.....	176
Figure 21 : Les critères de recherche retenus pour la construction de l'échantillon	179
Figure 22 : Evolution de l'indice européen sectoriel (DJ STOXX 600 BANKS)	186

Figure 23 : Structure temporelle de notre étude d'événement	186
Figure 24 : les rendements anormaux moyens et moyens cumulés entre -5 jours et +5 jours	194
Figure 25 : La volatilité en Europe	196

**PERFORMANCE BOURSIERE DES FUSIONS-ACQUISITIONS DANS LE SECTEUR
BANCAIRE : INFLUENCE DES CARACTERISTIQUES DES CONSEILS DES BANQUES
INITIATRICES ET DES MODALITES DE LA TRANSACTION**

RESUME

Cette thèse étudie le lien entre les caractéristiques des conseils d'administration des banques acquéreuses et la performance boursière à court terme de celles-ci, analysée grâce à la méthodologie d'étude d'événement. L'objectif étant de vérifier si la structure des conseils contribue à l'atténuation des conflits d'intérêts à l'occasion des opérations de fusions-acquisitions (F&A) et crée, par conséquent, de la valeur. Deux effets ont été mis en avant. Le premier suppose une influence directe de chacune des caractéristiques du conseil sur les rendements anormaux de l'acquéreur ; tandis que le second, introduit l'effet médiateur de la prime de contrôle payée, en considérant que la structure du conseil influence le pouvoir de négociation de ses membres et leur engagement dans l'intérêt des actionnaires. Pour ces deux effets, nous contrôlons certains déterminants de la performance relatifs à la transaction et aux banques impliquées.

Nos résultats indiquent que les marchés financiers ont des attentes vis-à-vis des conseils lors de ces opérations, car nous avons relevé une incidence favorable sur les rendements anormaux de la présence de personnalités extérieures en proportion significative au conseil de l'acquéreur et de l'absence de dualité de direction dans celui-ci. Par ailleurs, en contrôlant le choix de la méthode de paiement, nous avons également relevé que l'utilisation du cash est fortement associé à des rendements positifs pour l'acquéreur.

MOT CLES

Fusions-acquisitions bancaires, Conseil d'administration, Conseil de surveillance, Performance boursière, Etude d'événement, Dualité de direction, Taille du conseil, Administrateurs externes, Administrateurs-actionnaires, Méthode de paiement, Diversification, Taille des banques, Statut des banques, Performance avant-acquisition des banques.

**STOCK MARKET PERFORMANCE OF BANK MERGERS AND ACQUISITIONS : IMPACT OF
BOARD CHARACTERISTICS OF ACQUIRING BANKS
AND TERMS OF TRANSACTION**

ABSTRACT

This thesis analyzes the relationship between Board characteristics of acquiring Banks and short term Stock Market reactions, measured with the Event Study Methodology. We examine if Board structure helps to lower conflict of interests during Mergers and Acquisitions, and creates Shareholder value. Two effects are analysed. The first one supposes a direct influence of Board characteristics on the acquirer's abnormal returns. The second one introduces a mediating effect of the premium, considering that Board structure affects its members' commitment. For both effects, we control some performance determinants relative to transaction and involved banks.

Our results indicate that Financial Markets expect that Boards play an important role in acquisitions. We find a favourable impact of outside dominated Boards and the absence of duality on the acquirer's abnormal returns. In addition, by controlling the method of payment, we obtain a significant and positive correlation between use of cash and acquirer's returns.

KEYWORDS

Bank Mergers and Acquisitions, Board of Directors, Supervisory Board, Stock Market performance, Event Study, CEO Duality, Board size, Outside Board members, Board members' Ownership, Method of payment, Diversification, Bank size, Bank status, Bank past-performance.

DISCIPLINE : SCIENCES DE GESTION

IRGO - INSTITUT DE RECHERCHE EN GESTION DES ORGANISATIONS

Université Montesquieu-Bordeaux IV - Pôle Universitaire de Sciences de Gestion (PUSG) - Bât C 4^o étage, 35 Avenue ABADIE 33072 Bordeaux - Cedex

