

La Performance des Fusions et Acquisitions bancaires : Le cas de la Banque Commerciale du Maroc et Wafabank

[The Performance of Bank Mergers and Acquisitions: The case of the Commercial Bank of Morocco and Wafabank]

Hicham MEGHOUAR¹ and Hicham SBAI²

¹Ecole Nationale de Commerce et de Gestion - Settat (Maroc),
GREGOR - IAE de Paris, France

²Ecole Nationale de Commerce et de Gestion - El Jadida (Maroc),
CREOP - EA Université de Limoges, France

Copyright © 2013 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: Measuring the effectiveness of bank mergers and acquisitions has been the subject of several studies mainly on Anglo-Saxon and European markets. The aims of this paper is to examine the performance of these operations realized on emerging markets and appreciate the creation of financial and strategic values of a bank merger, in this particular case, the merger between the Commercial Bank (BCM) and Wafabank who took place in Morocco on 2003. In this research, the method of event study, which measures stock performance in the short term, and the method of pairing, which assesses accounting performance, were used. The analysis of empirical results shows that at the announcement of the transaction a negative abnormal return for the acquirer and positive for the target firm. These first results are consistent with other empirical studies who emphasized the negative impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth of the acquiring and positive impact on shareholder wealth of the target firm. Also, the financial ratio analysis shows an improvement in profitability and productivity of the combined entity in the medium term, which is consistent with research confirming that mergers lead to a better use of assets, and can benefit from operational synergies and efficiency gains.

KEYWORDS: Shareholder value created, Merger, Event method, Method of pairing, Profitability.

RESUME: La mesure de l'efficacité des fusions et acquisitions bancaires a fait l'objet de plusieurs études essentiellement sur les marchés anglo-saxon et européen. L'objectif de cet article est d'examiner la performance de ces opérations réalisées sur des marchés émergents et d'apprécier la création de valeur financière et stratégique d'un rapprochement bancaire, en l'occurrence la fusion entre la Banque Commerciale (BCM) et Wafabank qui a eu lieu au Maroc en 2003. Lors de cette recherche, la méthode de l'étude d'événement qui mesure la valeur financière à court terme, et la technique de pairage qui permet d'apprécier la performance comptable, ont été utilisées. L'analyse des résultats empiriques montre qu'à l'annonce de cette opération une rentabilité anormale négative pour l'acquéreur et positive pour la firme cible. Ces premiers résultats sont en conformité avec les autres études empiriques qui ont souligné un impact négatif des Fusions et Acquisitions sur la richesse des actionnaires de la firme acquéreuse et positif sur celle des actionnaires de la firme cible. Aussi, l'analyse des ratios financiers montre une amélioration de la rentabilité et de la productivité de l'entité regroupée ce qui corrobore avec les conclusions des recherches qui confirment que les fusions conduisent à une meilleure utilisation des actifs et permettent de bénéficier des synergies opérationnelles et des gains d'efficacité.

MOTS-CLEFS: Création de valeur, Fusion, Méthode d'événement, Méthode de pairage, rentabilité.

1 INTRODUCTION

Les fusions-acquisitions (noté ci-après F&A) constituent un mode de croissance qui permet aux entreprises de renforcer leur position concurrentielle, d'accéder à de nouveaux marchés, de s'internationaliser, d'acquérir de nouvelles compétences et de se diversifier [1]. Néanmoins, ce type d'opération est marqué par quelques difficultés. Ces opérations connaissent un taux d'échec très élevé, supérieur à 50% d'après les statistiques, quels que soient les indicateurs utilisés, boursiers ou opérationnels. Les plans stratégiques qui les commandent sont inégalement vérifiés. Ainsi, dès la fin du XIX^e siècle, une contradiction a été relevée par Alfred Marshall : « *la course à la taille favorise a priori les situations oligopolistiques ; pourtant, l'augmentation de la taille des entreprises va de pair avec les besoins de la spécialisation qui pousse à créer de nouvelles entreprises* ».

Les opérations de F&A touchent tous les secteurs et se produisent le plus souvent par vagues en impliquant de nombreuses entreprises. Dans le secteur bancaire, la consolidation a été forte et rapide aux Etats-Unis puisque le nombre de banques est passé de près de 14400 au début des années 1980 ; à 11500 en 1992 et à 9200 au début de 1997. En Europe, la concentration bancaire a suivi la même dynamique : tout d'abord essentiellement sur une base nationale à partir de 1997, puis sur une base plus transfrontalière avec notamment la fusion en 2005 d'*Abbey National* avec la *SCH*, de *HVB* avec *Unicredito* ou l'acquisition en 2006 de la *Banca Nazionale del Lavoro* par *BNP Paribas*. Le nombre d'institutions de crédit a continué à diminuer en 2005, confirmant la tendance de consolidation du secteur observée depuis plusieurs années. Le mois de décembre 2005, on dénombrait 6.308 institutions de crédit dans la zone Euro (12 pays), soit 2,8% de moins qu'en 2004 et 12,5% de moins qu'en 2001. Au niveau de l'Europe des 25, 8.684 institutions de crédit ont été recensées à la fin 2005, soit une baisse de 1,7% par rapport à 2004 et 10,9% par rapport à 2001¹.

D'après la littérature en la matière, la majorité des travaux concernant les F&A bancaires peuvent être classées dans les catégories suivantes : (i) les études qui examinent les caractéristiques des banques impliquées dans les F&A, (ii) les recherches qui étudient les déterminants de la prime payée pour la cible, (iii) les travaux qui analysent les conséquences des F&A sur le rendement opérationnel, (iv) les études d'événement de la rentabilité anormale, autour de la date d'annonce, des banques qui ont fusionné, et (v) les conséquences des F&A bancaires sur les autres entreprises. Puisque cette recherche se focalise sur l'analyse de la performance d'une fusion bancaire, une revue de littérature des études empiriques qui ont examiné la performance des F&A bancaires sera présentée par la suite.

Le présent article prolonge ces travaux empiriques et vise un marché émergent en s'intéressant à la fusion de la Banque Commerciale du Maroc (noté ci-après BCM) et Wafabank. C'est une fusion qui a marqué l'actualité financière de la période dans la mesure où elle a permis à la nouvelle entité de grimper dans le classement des banques et d'occuper ainsi la première place au Maghreb et la 9^e en Afrique², il s'agit de la fusion la plus médiatisée dans ce pays d'où l'intérêt d'examiner la création de valeur de cette opération. Dans cette optique, deux méthodes, traditionnellement employées dans ce genre d'études, ont été utilisées, à savoir la méthode de l'étude d'événement qui mesure la valeur financière créée, et la méthode de pairage qui mesure la valeur stratégique. À notre connaissance, cette recherche est la première à examiner la valeur créée lors d'une opération de rapprochement au Maroc.

Le reste de cet article est organisé en trois sections. La première présente une revue de littérature des F&A bancaires. Une deuxième expose la méthodologie de recherche utilisée. Enfin, la dernière section est dédiée aux tests empiriques et à l'interprétation des résultats.

2 LES F&A BANCAIRES : UNE REVUE DE LITTÉRATURE

Qu'elles soient bancaires ou non, les F&A jouent un rôle primordial dans la restructuration du tissu économique. Il s'agit de l'une des modalités des opérations de prise de contrôle³ et constituent de ce fait une solution pour renforcer la discipline des managers lorsque les mécanismes internes de gouvernance font défaut. Le marché du contrôle des entreprises devient alors le mécanisme de gouvernance de dernier ressort lorsque les autres ne fonctionnent pas correctement et garantit, de ce fait, le bon fonctionnement du système économique et la bonne assignation des moyens disponibles [2]. Ainsi,

¹ Source: BCE, « EU banking structures ».

² D'après le classement effectué par le magazine « *Jeune Afrique* ».

³ Voir schéma n°1 au niveau des annexes.

le secteur bancaire a été le témoin d'un vaste mouvement de F&A. Les justifications théoriques de ce processus ont été largement empruntées à la littérature économique du début du XIX^e siècle, qui vise à identifier les déterminants de la performance des fusions, tout secteur confondu, et s'est par la suite élargie à l'étude des effets concurrentiels de ces opérations, dont le concept d'économies d'échelle et de gamme figure à la première place.

La vague de consolidation des années 1990 s'est caractérisée par sa dimension nationale. Elle fut encouragée par un contexte général de surcapacités bancaires et par la libéralisation intervenue à la fin des années 1980. Au début de la décennie, elle revêtait pour l'essentiel la forme de fusions-absorptions et a progressivement évolué vers des acquisitions impliquant des transferts de contrôle. Quant à la chronologie des consolidations domestiques, cette dernière varie au gré du calendrier législatif et réglementaire dans chaque pays. Elle s'est accélérée dès la fin des années 1980 au Royaume-Uni, avec la démutualisation des *buildings societies*, en Espagne (fusion en 1988 de *Banco de Bilbao* et *Banco de Vizcaya* (BBV), *Banco Santander* et *BCH* en 1999, *BBV* et *Argentaria* en 2000) et aux Pays-Bas (constitution d'*ABN AMRO* en 1991). Le mouvement a d'abord concerné le secteur mutualiste en France, entre 1989 et 1993, avant de s'étendre aux banques commerciales. En Italie, du fait d'une libéralisation plus tardive du secteur, la restructuration bancaire n'a véritablement pris son envol qu'à partir de la deuxième moitié des années 1990.

Avant de dresser un bilan des travaux empiriques consacrés à l'examen de la performance des F&A bancaires, les justifications théoriques de ces opérations sont, d'abord, présentées.

2.1 LES MOTIFS THÉORIQUES DES F&A BANCAIRES

La consolidation bancaire a fait l'objet d'une abondante littérature théorique. Plus rares sont, néanmoins, les études portant spécifiquement sur le caractère international du processus. L'analyse économique apporte traditionnellement deux justifications aux F&A bancaires. Celles-ci permettent, en théorie, de créer de la valeur actionnariale par l'obtention d'un gain en termes d'efficacité ou par l'obtention d'un gain en termes de pouvoir de marché. L'idée générale est que la valeur du nouvel ensemble, issue de la fusion, excède la somme des valeurs respectives de chacune des deux entités préexistantes.

Les F&A, au niveau local et au sein d'une même activité, s'expliquent davantage par la création de valeur qui résulte de l'accroissement du pouvoir de marché. Ref. [3] conforte ceci et avance l'exemple de l'Union Européenne, où la plupart des opérations sont à caractère nationales et intra-sectoriel. Ainsi, les acteurs bancaires peuvent jouer sur deux types de prix, ceux de l'offre (banque-fournisseur) et ceux de la demande (banque-cliente). Dans le premier cas, la taille atteinte, via une fusion avec une autre institution, permettrait à la banque d'obtenir une part de marché dominante et par conséquent influencer le niveau des prix de ce marché ; soit à la baisse pour évincer du marché les établissements subsistants et/ou entrants, soit à la hausse en l'absence de concurrence effective. Dans le second cas, la taille obtenue va lui permettre de réduire ses coûts de refinancement grâce à plusieurs effets (effet de réputation dû à une pression de solidité du nouvel ensemble, effet de taille dans la mesure où la banque devient un objet incontournable de placement des marchés des capitaux, et effet de diversification dû aux sources de financement, la taille de la banque lui permet de bénéficier des meilleures conditions par un arbitrage permanent entre les différents segments de marché).

Les F&A bancaires permettent d'obtenir des gains d'efficacité par la réduction des coûts (synergies de coûts), l'accroissement des revenus (synergies de revenus), l'échange des meilleures pratiques (*best practices*), et la diversification des risques [4]. En effet, Les synergies de coûts résultent d'une meilleure organisation de la production bancaire, et de meilleures combinaisons des facteurs de production. L'objectif est de tirer profit des complémentarités en matière de coûts, d'économies d'échelle et d'économies de gamme. Ces synergies de coûts peuvent provenir de l'intégration des équipes et des plates-formes informatiques, de la mise en commun des back-offices et des services généraux, et du redimensionnement du réseau domestique et/ou international. Quant aux synergies de revenus, elles proviennent d'une meilleure combinaison des facteurs de production. Cependant, il faut y ajouter une meilleure organisation des activités, qui permet de tirer profit de la complémentarité des produits en termes de revenus. Les synergies de revenus peuvent provenir de l'harmonisation des gammes de produits, des complémentarités existantes entre les activités, de la généralisation de l'approche multi-distribution, dont l'objectif est bien l'adaptation des canaux de distribution aux différents segments de clientèle. Toutefois, les synergies de revenus sont bien plus difficiles à obtenir que les synergies de coûts, car elles ne dépendent pas seulement des décisions des dirigeants mais aussi du comportement des clients. À cet égard, l'étude [5] est parmi celles qui évaluent entre 5 et 10 % le nombre de clients qui sont susceptibles de quitter la banque après une fusion. Les gains d'efficacité s'obtiennent par l'ajustement des quantités d'inputs et d'outputs en vue de réduire les coûts, accroître les revenus et/ou réduire les risques afin d'augmenter la valeur ajoutée. Les F&A peuvent également permettre l'obtention de gains d'efficacité par la réorganisation des équipes (dirigeants et salariés) et/ou la généralisation des meilleures pratiques (*best practices*). On parle alors d'efficacité-X au sens de [6]. Enfin, l'efficacité peut aussi être améliorée, au-delà des seules économies d'échelle et de gamme, par une plus grande diversification des risques ; diversification fonctionnelle et/ou

géographique (puisque les cycles économiques des différents pays de l'Union Européenne ne semblent pas parfaitement corrélés, une bonne diversification géographique permettrait aux banques européennes de réduire significativement leur niveau de risque).

2.2 LA PERFORMANCE DES F&A BANCAIRES : UNE RECENSION EMPIRIQUE

Pour évaluer la performance des F&A, deux méthodes principales sont utilisées. La première est celle des études d'événement. La seconde utilise les données comptables, pour comparer la performance des entreprises avant et après l'union.

2.2.1 LES RENTABILITES ANORMALES DES F&A BANCAIRES

Plusieurs études, principalement aux États-Unis, ont utilisé les études d'événement afin de mesurer les effets des F&A bancaires sur les valeurs de marché. Certaines études ont examiné les rentabilités anormales de la banque « acquéreur » et de la « cible » séparément tandis que d'autres ont examiné le changement total de la richesse des actionnaires. La plupart des études empiriques a conclu, de façon unanime, que l'annonce d'une F&A bancaire crée de la valeur pour les actionnaires de la cible et nul pour l'ensemble. En revanche, les différentes études qui se sont intéressées à l'impact des F&A bancaires sur la richesse des actionnaires de l'entreprise acquéreuse ont présenté des résultats contradictoires. Plus précisément, [7], [8] et [9] montrent que les F&A bancaires reproduisent des gains pour les entreprises acquérees et à l'inverse, [10], [2], [11] et plus récemment [12] mettent en évidence des pertes. Le tableau 1, ci-après, résume ces travaux empiriques.

Tableau 1. Synthèse des rentabilités anormales à court terme lors des F&A bancaires

Auteurs	Période	Taille de l'échantillon	Fenêtre d'événement	RAC de l'acquéreur (%)	RAC de la cible (%)
Trifts et Scanlon (1987)	1982-1985	21	(-10,0)	-3,25**	21,37*
James et Wier (1987)	1972-1983	60	(-40,0)	1,77***	Na
Neely (1987)	1979-1985	26	(-10,0)	1,25	31,26***
Cornett et De (1991)	1982-1986	152	(-1,0)	0,55***	8,10***
Cornett et Tehranian (1992)	1982-1986	152	(-1,0)	-0,80	8,10***
Houston et Ryngaert (1994)	1985-1991	153	(-2,2)	-2,32***	14,39***
Houston et Ryngaert (1997)	1985-1992	184	(-2,2)	-2,40	20,40****
Toyne et Tripp (1998)	1991-1995	68	(-5,5)	-2,25**	14,77***
Becher (2000)	1980-1997	553	(-30,5)	-0,1	22,64**
DeLong (2001)	1988-1995	280	(-10,1)	-1,68***	16,61***
Hart et Apilado (2002)	1994-1997	28	(-5,5)	-0,41	6,02***
Caby et Descos (2007)	1997-2000	133	(-5,5)	-3,72***	6,77**
Bendeck et Waller (2007)	1980-1996	153	(-1,0)	-7,42**	11,89**
Al-Sharkas et Hassan (2010)	1980-2000	1077	(-10,10)	-0,88*	8,63***

*, **, *** significatif aux seuils de 10%, 5% et 1%.

2.2.2 LA PERFORMANCE COMPTABLE DES F&A BANCAIRES

Ref. [13] a examiné 39 études empiriques sur l'efficacité des F&A bancaires aux États-Unis, de 1980 à 1993, dont 19 utilisant des ratios financiers. En dépit des choix méthodologiques variés, la plupart des résultats converge vers un manque d'amélioration de la productivité ou de la profitabilité. La majorité des études vont dans le même sens ([14], [15], [16], [17]). En revanche, l'étude [18] analyse la performance opérationnelle de 30 fusions des firmes bancaires entre 1982 et 1987. Ils ont démontré une amélioration significative de la performance opérationnelle post-acquisition (0,87%). Ces auteurs ont également voulu déterminer la source de cette amélioration de la performance opérationnelle post-fusion. En effet, une hausse du flux de trésorerie d'exploitation est due selon ces auteurs à la capacité d'attirer les prêts et les dépôts, de la productivité des employés, et la croissance profitable des actifs. En conclusion, La plupart des études empiriques ne parviennent pas à trouver une relation positive entre les gains de la performance et l'activité des F&A.

3 METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE ET SOURCES DE DONNEES

3.1 JUSTIFICATION DE L'ÉTUDE DE CAS

Pour atteindre le but de cette recherche, l'appréciation de la valeur créée lors de la fusion bancaire, l'étude de cas semblait la méthode de recherche la plus appropriée. Ref. [19] définit l'étude de cas comme stratégie de recherche empirique qui consiste à étudier un phénomène actuel dans son contexte réel, en utilisant plusieurs sources d'informations. Les deux éléments clé qui définissent l'étude de cas sont ainsi l'actualité du phénomène étudié (on parle de récit de vie lorsqu'on étudie un événement passé) et l'importance des éléments et nuances du contexte (sinon, il s'agit d'un sondage). Il devient donc intéressant de procéder par étude de cas lorsque l'on souhaite étudier un phénomène que l'on peut isoler ou reproduire en laboratoire et c'est ce qui fut privilège pour cette recherche.

Ainsi, dans le cadre d'une étude de cas, il est possible de fonctionner de deux façons différentes. Premièrement, l'étude d'un seul cas est possible, étude qui atteint un important niveau de profondeur et qui demande une étroite collaboration entre le chercheur et les individus impliqués dans l'entreprise visitée. Deuxièmement, il est possible d'étudier plusieurs cas différents. On appelle ce type de recherche une étude multi-sites ou multi-cas. Les études sont alors plus courtes et moins détaillées. Dans la présente recherche, l'étude d'un seul cas est privilégiée car notre objectif est de déceler et découvrir la nature de la valeur créée lors d'une opération de fusion en étudiant une seule opération en profondeur et mobilisant plusieurs données comptables et financières des entreprises concernées par l'opération.

3.2 LA MÉTHODE DE L'ÉTUDE D'ÉVÉNEMENT

Ref. [20], soutiennent que l'examen de la réaction des cours boursiers autour de la date d'annonce de la transaction est le meilleur moyen pour analyser la création ou la destruction de valeur générée par une opération de F&A. Cette méthodologie s'inspire des travaux de [21] qui s'appuient sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces supposées affecter la rentabilité future de l'entreprise. Ces auteurs ont établi une relation linéaire entre le rendement d'équilibre d'un titre sur une période et le rendement moyen du marché.

La date d'annonce de l'opération est la date qui correspond à celle où l'offre de rapprochement est pour la première fois rendue publique par les autorités de bourse de Casablanca. L'étude d'événement est analysée sur une « fenêtre d'événement » et une « fenêtre d'estimation ». Dans le cadre de cette étude, la période d'événement choisie comprend les 10 jours précédents et suivants la date d'annonce d'acquisition et la période d'estimation, il n'y a pas de règle précise, il faut juste que cette dernière soit assez longue, afin que les paramètres estimés soient plus stables et décrivent au mieux le comportement des cours. La période d'estimation des *betas* que nous avons retenu de 200 jours compris entre -240 et -40 jours.

Les rentabilités normales sont calculées à partir du modèle de marché, à l'instar de la plupart des études antérieures. Soit $R_{i,t}$ la rentabilité du titre i à la date t , on estime :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Rm_t + \varepsilon_{i,t}$$

Où Rm_t est la rentabilité de l'indice MASI⁴. Les paramètres α_i et β_i sont estimés à partir des moindres carrés ordinaires sur la fenêtre d'estimation. Les rentabilités anormales ($RA_{i,t}$) sont obtenues en calculant :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Rm_t)$$

⁴ Le MASI (Moroccan All Shares Index) est le principal indice boursier de la bourse de Casablanca, il est composé de toutes les valeurs cotées sur la place casablancaise.

Après avoir constitué deux échantillons, le premier regroupe les données de Wafabank et le second celles de la BCM, et déterminé les rentabilités anormales (RA), nous avons cumulé ces RA pour chaque titre sur toute la période d'événement

$$(RAC) : RAC_t = \sum_{i=-10}^{+10} RA_i$$

Au niveau de la dernière étape, les résultats obtenus ont été testés pour juger leur significativité. Le test de Student a été désigné afin de vérifier la significativité des rentabilités anormales. Comme ce travail porte sur un seul échantillon, et conformément à [25] et [26], l'estimation de t a été ajustée par l'auto-covariance des gains.

$$t = \frac{RAC}{ecartpe_t} \quad \text{Avec Écart type} = \sqrt{(T \times Var(RA_t) + 2(T-1)Co\ var(RA_t, RA_{t-1}))}$$

Où T est égale à la différence entre le premier jour d'accumulation et le dernier jour plus 1. La variance et la covariance des deux entreprises ont été estimées sur une période de -220 à -20 jours avant la date d'événement.

3.3 LA MÉTHODE DE PAIRAGE

La méthode de pariage consiste à comparer les ratios financiers des entreprises concernées avant l'opération avec celles des mêmes entreprises après l'opération. L'objectif est de vérifier un tel impact de la fusion sur les ratios financiers. Elle consiste à comparer les changements des performances des groupes Wafabank et BCM avant la fusion avec celle de la société combinée Attijariwafa Bank après la fusion. Cette étude empirique adopte trois ans avant et trois ans après le regroupement c'est-à-dire une période de six ans $[-3ans, +3ans]$. Une période plus longue que trois ans après l'acquisition pourrait biaiser les résultats, puisque les entreprises sont impliquées dans d'autres événements. Conformément aux études précédentes, notamment [22], l'année d'acquisition (0) est exclue de l'analyse des performances car les coûts de transaction liés à l'opération du rapprochement seront reflétés dans les résultats d'exploitation de l'année de l'opération rendant la comparabilité avec d'autres années inadéquate.

D'après [13] et [18], sept ratios financiers ont été choisis pour analyser la productivité et la profitabilité. Le tableau 2, ci-après, expose les ratios utilisés comme indicateurs de productivité et de profitabilité dans cette recherche.

Tableau 2. Les critères de mesure de la performance

Ratios	Formules
Ratios de profitabilité	
ROA : Return On Assets ou Rentabilité des actifs	Résultat net / Actif total
ROE : Return On Equity ou Rentabilité des capitaux propres	Résultat net / Fonds propres
ROCE : Rentabilité économique	Résultat d'exploitation / Actif total
Ratios de productivité	
LTA : Loans to assets ou ratio d'endettement	Dettes totales / Actif total
SPE : Sales Per Employee ou productivité commerciale	Ventes réelles / Nombre d'employés
APE : Assets Per Employee ou productivité des actifs	Actif total / Nombre d'employés
IPE : Income Per Employee ou bénéfice par employé	Bénéfice net / Nombre d'employés

4 RÉSULTAT ET DISCUSSION

4.1 ANALYSE DE LA RENTABILITE ANORMALE

La figure 1 et 2, présentée ci-dessous, décrit la RAC pour l'entreprise acquéreuse et cible sur la fenêtre d'événement (-10 ; + 10). Pour l'acquéreur, ces RAC connaissent une baisse autour de la date d'annonce et demeurent négatives pendant la période post-annonce. Pour la cible, ces RAC connaissent à partir de 5 jours après la date d'annonce une forte croissance. L'analyse des rentabilités anormales pour l'acquéreur et la cible sur plusieurs fenêtres d'événement et des tests de significativité ont été conduits sur les différentes phases observées du processus de marché (tableau 3). La nature des

différentes réactions du marché à l'événement correspond à l'analyse par les investisseurs du contenu informationnel de chacune de ces phases.

Nous observons que les RAC pour Wafabank sont positives sur tous les intervalles à l'exception des deux fenêtres (0,0) et (-5,5). La RAC est positive et la plus élevée pendant 21 jours de l'événement (-10,10) avec 12,77%. Tandis qu'elle atteint le plus bas de la fenêtre (-5,-1) avec 0,26%. Nous pouvons comparer les résultats présentés dans le tableau 3 avec ceux rapportés dans les études précédentes (voir le tableau 1). Ce résultat rejoint celui obtenu par [12].

Pour BCM, les RAC sont négatives sauf pour la période post-acquisition (+6, +10) où elles sont positives et significatives. Il est à noter que la banque acquéreuse BCM montre une perte moins importante dans le cas des fenêtres d'événements courtes. Ces résultats sont cohérents avec certains des études empiriques dans le tableau 1. Par exemple, [2] trouve une RAC de -3,76% pour une fenêtre d'événement de 11 jours, la RAC constatée dans notre étude est comparable de -17,63%.

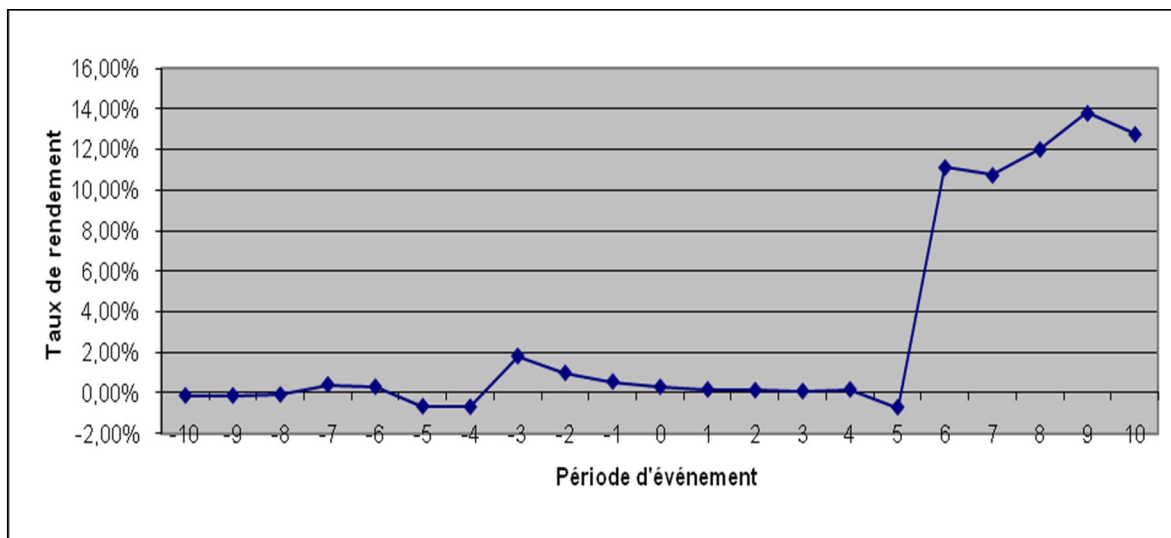


Fig. 1. Evolution des rentabilités anormales cumulées pour Wafabank pendant la période d'événement (-10,10 jours)

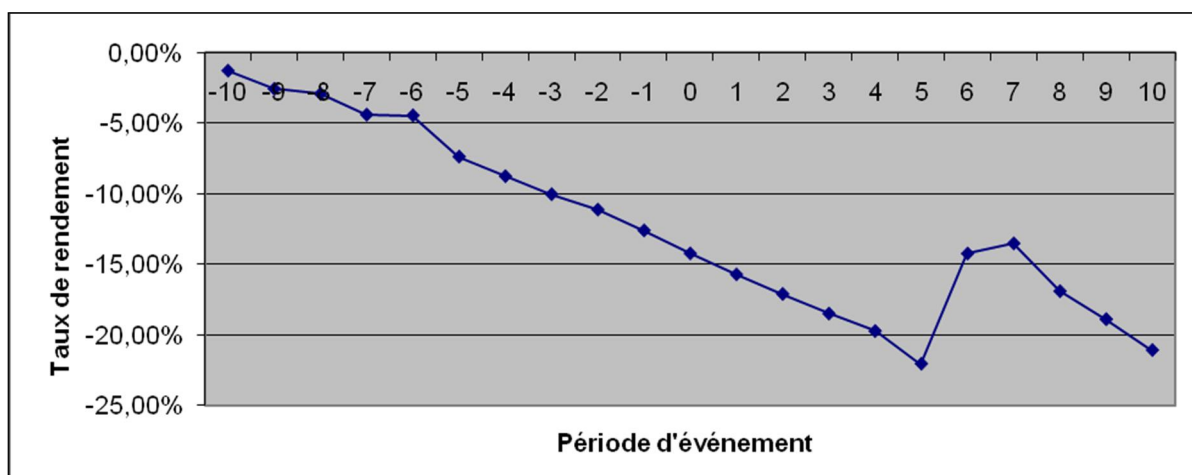


Fig. 2. Evolution des rentabilités anormales cumulées pour la BCM pendant la période d'événement (-10,10 jours)

Ces résultats indiquent que les actionnaires de la firme acquéreuse réalisent des rendements anormaux négatifs et significatifs tandis que ceux de la firme cible réalisent des gains significatifs.

Tableau 3. La Rentabilité anormale cumulée sur différentes fenêtres d'événement

	Fenêtre d'événement	RAC (BCM)	RAC (Wafabank)
Anticipation par le marché	(-10,-6)	-4,41%	0,29%
	(-5,-1)	-8,17%	0,26%
Réaction du marché à l'annonce	(0,0)	-1,63%	-0,26%
Zone de forte réaction	(-5, +5)	-17,63***%	-1,01%
Comportement du marché post-annonce	(+6, +10)	0,98*%	13,49***%
Total de la rentabilité anormale	(-10, +10)	-21,09***%	12,77***%

*, **, *** significatif aux seuils de 10%, 5% et 1%.

4.2 ANALYSE DE LA PERFORMANCE COMPTABLE

Le tableau 4 affiche les résultats montrant la variation des critères de comparaison.

Tableau 4. La variation de la productivité et de la performance opérationnelle de Wafabank et BCM

Ratios	Moyenne avant	Moyenne après	Médiane avant	Médiane après	Changement moyenne (après-avant)	% changement moyenne	Changement médiane (après-avant)	% changement médiane
Ratios de profitabilité								
ROE (Rentabilité des capitaux propres)	9,53	12	12,86	16,07	6,54	25,90	3,21	24,92
ROA (Rentabilité des actifs)	1,03	1,11	1,41	1,48	0,47	7,08	0,07	4,62
ROCE (Rentabilité économique)	1,34	1,59	1,41	1,69	0,35	19,29	0,27	19,43
Ratios de productivité								
SPE(Productivité commerciale)	1,30	2,59	1,31	2,41	1,29	99,1	1,10	84,58
IPE (Bénéfice par employé)	0,18	0,28	0,24	0,35	0,10	59,23	0,12	48,79
APE(Productivité des actifs)	17,47	35,46	16,98	33,45	17,98	102,94	16,47	97,04
DTA (Dette totale/ actif total)	64,76	67,83	63,40	68,84	3,62	5,64	5,44	8,59

4.2.1 RATIOS DE PROFITABILITÉ

Concernant la rentabilité économique, une variation de 19,29% a été enregistrée après le rapprochement. En effet, la croissance du chiffre d'affaires beaucoup plus importante que celle des charges d'exploitation, pendant les trois années suivant le regroupement, explique l'augmentation du résultat d'exploitation qui passe de 1,283 en 2004 à 2,333 Millions MAD en 2006. L'ensemble de ces éléments justifie l'amélioration de la rentabilité économique post-fusion. Ce premier résultat est cohérent avec l'optimisation des activités du groupe, issu de ce regroupement. Il s'agit d'une synergie de croissance qui a pour origine l'augmentation du chiffre d'affaires. S'agissant de la rentabilité financière (ou la rentabilité des capitaux propres), la variation est de l'ordre de 25,9% et s'explique par l'évolution du résultat net du groupe, qui passe de 200.730 en 2004 à 2.221.550 MAD en 2006. Ce taux important de rendement financier qui sert d'abord à financer des projets à VAN positive, rémunère largement les apporteurs de capitaux. Ce résultat permettrait aussi à l'entreprise d'attirer de nouveaux investisseurs. Enfin, pour la rentabilité des actifs, la variation est de l'ordre de 7,08%. Ce ratio donne une idée sur l'utilisation des actifs de l'entreprise par l'équipe dirigeante, afin de générer du bénéfice. D'après les résultats, le

regroupement des deux entités a permis une meilleure utilisation des actifs de l'ensemble. Il s'agit des gains d'efficience obtenus via la réorganisation des équipes (dirigeants et salariés), et une généralisation des meilleures pratiques ([6]).

Bien que ces résultats rejoignent ceux de [18], ils sont en contradiction avec la majorité des travaux empiriques portant sur le sujet ([14], [15], [16], [17]). Ces derniers ne trouvent pas une amélioration de la rentabilité après une fusion bancaire.

4.2.2 RATIOS DE PRODUCTIVITÉ

Parallèlement, les ratios de productivité affichent des taux de variation moyenne très importants en comparaison aux ratios de profitabilité. Il s'agit, premièrement, de la productivité commerciale et celle des actifs qui atteignent une variation de l'ordre de 99,1% et 102,94% successivement. En effet, l'amélioration du ratio de productivité commerciale, défini par le rapport entre les ventes réelles et le nombre d'employés, est justifiée par l'augmentation du volume du chiffre d'affaires que l'ensemble a réalisé grâce à la fusion (l'entreprise a dû augmenter ses prix ou/et ses quantités vendues). Cette amélioration s'inscrit toujours dans le cadre de l'optimisation des activités du groupe (synergie de croissance) grâce à la nouvelle taille critique et à ce nouveau pouvoir de marché acquis après la fusion. La variation positive du ratio de productivité des actifs, qui met en rapport l'actif total et le nombre d'employés, s'explique par l'importance de l'actif total des deux entités regroupées par rapport au nombre des employés. Le nouveau groupe restructuré crée plus de richesse grâce à l'opérationnalisation de ses actifs (synergies opérationnelles).

Le ratio du bénéfice par employé enregistre un taux de variation positif de l'ordre de 59,23% ce qui conduit à constater que la productivité des employés s'améliore après la fusion, une amélioration qui s'explique par la croissance importante du bénéfice net, due probablement à des synergies de coûts qui peuvent provenir par exemple de l'intégration des équipes et des plates-formes informatiques, de la mise en commun des back-offices et du re-dimensionnement du réseau domestique et/ou international. Enfin, concernant le taux de variation du ratio d'endettement, exprimé par le rapport entre la Dette totale et l'Actif total, il enregistre une variation de 5,64%. L'intégration des deux banques a permis au groupe de maximiser la capacité d'endettement et d'optimiser par la suite son coût du capital.

Ces résultats correspondent aux conclusions rapportées par [22] et [23], et qui confirment que les fusions conduisent à une meilleure utilisation des actifs, et à celles de [24] déduisant que ces opérations permettent de bénéficier des synergies opérationnelles et des gains d'efficience.

5 CONCLUSION

L'objectif de cette étude consiste à mesurer la création de valeur financière et stratégique à travers l'étude du rapprochement entre la Banque Commerciale du Maroc et Wafabank. Pour arriver à cette fin, une approche boursière et comptable permettant de mesurer la création de valeur a été mise en œuvre. Les résultats empiriques de cette recherche montrent qu'à l'annonce de cette opération une création de valeur pour l'entreprise cible et une destruction de valeur pour l'entreprise acquéreuse ont été enregistrées.

Ces résultats sont en conformité avec ceux de [10], [2], [11], et [12], qui ont souligné un impact négatif des F&A sur la richesse des actionnaires de la firme acquéreuse et positif sur celle des actionnaires de la firme cible. Ainsi, à moyen terme, il a été constaté une amélioration de la profitabilité et de la productivité de l'entité regroupée. Ces résultats rejoignent d'abord ceux de [18], qui ont noté une augmentation de la rentabilité lors des fusions bancaires, valident ensuite les conclusions rapportées par [23] et [22], sur le fait que les fusions conduisent à une meilleure utilisation des actifs, et corroborent enfin avec ceux de [24], qui ont déduit que les fusions permettent de bénéficier des synergies opérationnelles et des gains d'efficience.

Toutefois, il convient de signaler la portée limitée de nos résultats dans la mesure où un cas ne permet pas la généralisation statistique. Néanmoins, les études de cas contribuent à la compréhension en profondeur d'un phénomène contemporain. Cependant, ce genre d'études, à notre connaissance, est peu développé dans les études récentes notamment au Maroc. Les travaux récents se basent souvent sur la méthode d'événement pour mesurer la création de valeur à court et à long terme. Une étude portant sur un échantillon plus large serait intéressante dans la mesure où elle permettrait d'utiliser des tests statistiques sans recourir à la méthode d'événement.

REFERENCES

- [1] Meier, O., Schier G., *Fusions, Acquisitions : Stratégie, Finance, Management*, 2^{ème} édition, Dunod, 2003.
- [2] J. Caby and C. Descos, "La performance des fusions bancaires européennes 1997-2000," *Cahier de recherche- GREGOR*, 2007.
- [3] V.R. Vander, "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions," *Journal of Banking and Finance*, n° 20(9), pp. 1531-1558, 1996.
- [4] R. Ayadi, P. de Lima, and G. Pujals, "Les restructurations bancaires en Europe," *Revue de l'OFCE*, hors série, n°38 bis, pp. 325-382, 2002.
- [5] Y. Burger, "European Banking consolidation: time out?," *Standard & Poor's*, October, 2001.
- [6] H. Leibenstein, "Allocation efficiency and X-efficiency," *American Economic Review*, n° 56, pp. 392- 415, 1996.
- [7] W.P. Neely, "Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns", *Financial Management*, vol. 16, pp. 66-74, 1987.
- [8] C. James and P. Wier, "Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking", *Journal Political Economy*, vol. 95, pp. 355-370, 1997.
- [9] M.M. Cornett and S. De, "Medium of payment in corporate acquisitions: evidence from interstate bank mergers", *Journal of Money Credit and Bank*, vol. 23, pp. 767-776, 1991.
- [10] J.W. Trifts and K.P. Scanlon, "Interstate Bank Mergers: the Early Evidence", *Journal of Financial Research*, vol. 10, pp. 350-311, 1987.
- [11] Y.M. Bendeck and E.R. Waller, "Bank Acquisitions Announcements and Intra-Industry Effects," *Journal of Business & Economics Research*, vol. 5, n°7, pp. 15-22, 2007.
- [12] A. Al-Sharkas and M. Hassan, "New Evidence on Shareholder Wealth Effects in Bank Mergers during 1980-2000", *Journal of Economics and Finance*, vol. 34 (3), pp. 326-348, 2010.
- [13] S.A. Rhoades, "Efficiency Effects of Horizontal (In-Market) Bank Mergers," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, n°2, pp. 411-422, 1993.
- [14] S.J. Pilloff, "Performance Changes and Shareholders Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Bank Institutions", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, pp. 294-310, 1996.
- [15] J.D. Akhavein, 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*, vol. 12, n°1, pp. 95-139, 1997.
- [16] S.L. Chamberlain, "The Effect of Bank Ownership Changes on Subsidiary-Level Earnings", in Y. Amihud, G. Miller (Eds), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic Publisher, 1998.
- [17] S. Fadzlan, A.M. Zulkhibri, and H. Razali, "Efficiency and Bank Merger in Singapore: A Joint Estimation of Non-Parametric, Parametric and Financial Ratios Analysis", MPRA Paper N°12129, 2007.
- [18] M.M. Cornett and H. Tehranian, "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 211-234, 1992.
- [19] Yin R.K., "Case study research: design and methods," Rev. ed. Newbury Park, CA: Sage Publications, 1994.
- [20] G. Andrade, M. Mitchell, and E. Stafford, "New Evidence and Perspectives on Mergers," *Journal of Economics Perspectives*, vol. 15, n°1, pp. 103-120, 2001.
- [21] E.F. Fama, L. Fisher, M.C. Jensen, and R.W. Rool, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, vol. 10, pp. 1-21, 1969.
- [22] P.H. Healy, K.G. Palepu, and R.S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve after Mergers?," *Journal of Financial Economics*, vol. 31, pp. 35-175, 1992.
- [23] A. Rappaport, "Corporate performance standards and shareholder value", *The Journal of Business Strategy*, 3(4): 28-38, 1983.
- [24] A. Seth, "Value Creation in Acquisitions: A Reexamination of Performance Issues," *Strategic Management Journal*, Vol. 11, n°2, pp. 99-115, 1990.
- [25] R.S. Ruback, "The Conoco Takeover and Stockholder Returns", *Sloan Management Review*, vol. 14, pp. 13-33, 1982.
- [26] R. Bruner, "An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and Proposed Mergers of Volvo and Renault," *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 125-166, 1999.

ANNEXES

Schéma 1. Modalités des opérations de prise de contrôle

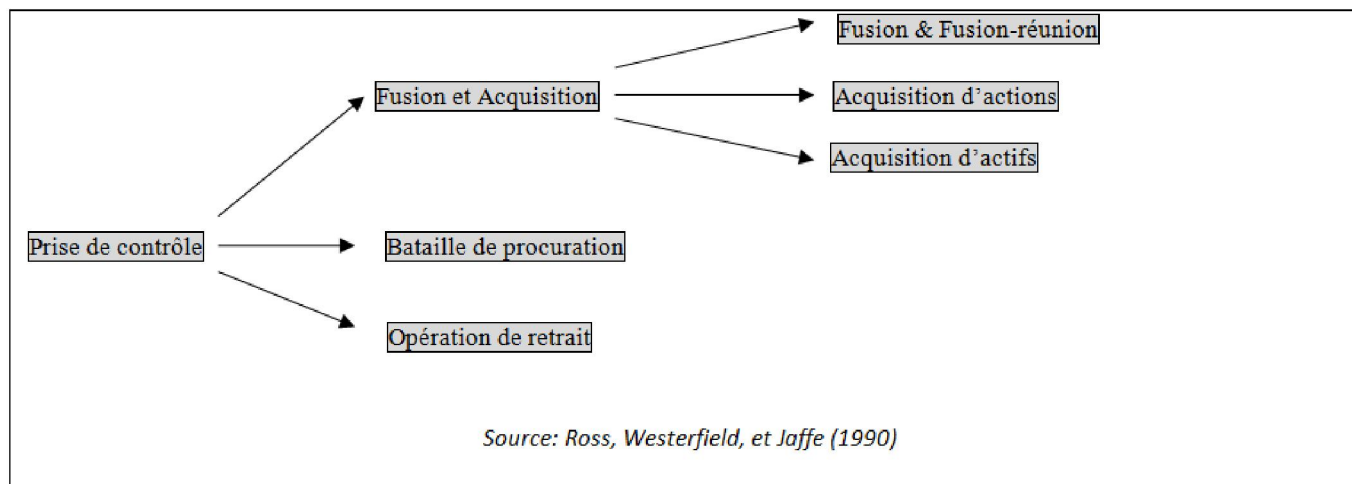


Tableau 5. Données financières et comptables des sociétés Wafabank, BCM et Attijariwafa Bank

Éléments (M=millions de dirhams)	BCM 2002	Wafabank 2002	BCM 2003	Wafabank 2003	Attijariwafa Bank 2005	Attijariwafa Bank 2006
Chiffre d'affaires M	3 754,08	3 225,08	3 609,24	3 392,92	9 384,69	11 949,00
Résultat d'exploitation (EBIT) M	NA	483,37	568,95	-145,91	2 454,36	3 645,62
Résultat net M	27,587	224,592	429,315	-393,515	1 635,97	2 021,55
Capitaux propres M	6 147,90	3 776,97	9 460,16	3 180,57	10 900,77	12 356,97
Dettes à long terme M	0,00	0,00	0,00	0,00	200,00	404,37
Dettes totales M	3 780,05	3 504,51	2 378,01	2 667,72	126 486,29	152 746,88
Total actif M	54 086,73	41 729,32	58 175,69	41 645,99	138 444,61	165 820,25
Effectif total au 31/12	2 453	2 695	2 453	2 695	4 615	4 957
Nombre d'actions	13 250 000	6 457 637	13 685 137	6 457 637	19 299 596	19 299 596
Bénéfice net par action en dirhams	2,1	34,8	31,4	Ns	84,77	104,75