

Fusions et acquisitions dans l'industrie européenne

Paolo Garella

*Institut universitaire européen, Florence
Université du Québec, Montréal*

Au cours des années récentes le nombre et l'importance des fusions ou acquisitions d'entreprises se sont considérablement accrus dans les pays européens.

Quels en sont les objectifs ? Quelles en sont les conséquences pour l'entreprise, la croissance et l'emploi ?

Cet article s'efforce de répondre, autant que faire se peut, à ces questions, les données pertinentes n'étant pas toujours disponibles. Il s'attache d'abord à donner un bilan chiffré des évolutions récentes, ce qui permet de souligner la spécificité des transformations en cours par rapport aux décennies passées.

Il en étudie ensuite les fondements en recherchant les motivations qui inspirent les regroupements d'entreprises par acquisitions ou par fusions. Celles-ci permettraient de substituer des équipes dynamiques à une direction inefficace, pour le plus grand profit des actionnaires, et de réaliser des économies d'échelle potentielles, notamment en matière de recherche et développement. Elles serviraient aussi à rationaliser la gestion.

L'analyse de nombreux cas particuliers, ainsi qu'un survol des études existantes, montre que l'entité issue de la fusion n'est pas toujours jugée par le marché plus rentable que les entreprises préexistantes à l'opération ; que les regroupements peuvent être défensifs, par exemple pour maintenir une position dominante dans la perspective d'une intensification de la concurrence — plutôt que destinée à améliorer la productivité ; que les directions des firmes acheteuses ne sont pas toujours plus performantes que celles des firmes achetées, etc.

Parce que l'étude générale ne permet pas vraiment de trancher entre visions optimistes et pessimistes des conséquences des fusions d'entreprises, on examine enfin le cas de secteurs particuliers (sidérurgie et chimie) et celui d'un pays nouvellement membre de la CE (l'Espagne).

La complexité des organisations industrielles comme celle des structures de marché n'autorisent pas encore l'élaboration d'une théorie générale du phénomène.

Au cours des années récentes, fusions et acquisitions d'entreprises sont devenues les principales intrigues du théâtre de l'économie dans les pays européens. Les médias nous font applaudir aux prouesses des grands capitaines d'industrie, mais les économistes restent perplexes quant aux résultats de telles opérations : sont-elles généralement bénéfiques pour l'entreprise, pour la croissance économique, pour l'emploi ? Comment interpréter l'augmentation considérable du nombre des fusions en Europe ? Pourquoi se produit-elle aujourd'hui ?

Plusieurs motivations sont généralement invoquées pour expliquer les fusions ou acquisitions d'entreprises :

— la volonté d'agir sur les structures concurrentielles du marché par la constitution d'un pouvoir de monopole permettant à terme l'augmentation des marges de profit ;

— le désir financier de diversification, de réduction du ratio dettes/fonds propres, ou de spéculation ;

— l'espoir de réduire des coûts de transaction et plus généralement de mobiliser des effets dits de «synergie» ;

— une impulsion des «esprits animaux» des entrepreneurs portés à la poursuite de la croissance de leurs entreprises.

A ces quatre raisons il convient désormais d'ajouter les perspectives ouvertes par l'achèvement du marché unique européen. L'accroissement de la taille du marché, mais aussi le renforcement de la concurrence, corrélatifs à l'intégration européenne, semblent avoir pour conséquence une tendance à la diminution des marges de profit (cf. l'étude récente de Donsimoni et al., 1989). Le vaste mouvement de restructurations

qui s'opère actuellement en Europe trouverait donc sa motivation principale dans le souci de se prémunir contre cette prévision d'évolutions défavorables des marges.

Pour répondre à ces questions, et pour juger de la validité de ces hypothèses, nous aurons recours à l'histoire. Cet article est autant un bilan des études existantes qu'une contribution au sujet. Les données dont nous disposons sont en effet malheureusement insuffisantes et ne permettent pas toujours les comparaisons internationales⁽¹⁾. Faute d'exhaustivité, il s'attachera à l'étude de certains secteurs industriels clés pour en induire des conclusions plus générales.

Vue d'ensemble : une nouvelle vague de fusions ?

Bien que cette étude traite essentiellement du secteur manufacturier, la prise en considération des quelques informations existantes sur le secteur de la distribution, le secteur bancaire et les assurances permettra d'avoir une vision plus générale des mutations en cours.

Les données des tableaux 1 et 2 se rapportent aux opérations effectuées par les mille plus grandes entreprises de la Communauté européenne (CE).

On remarquera, dans le tableau 1, que les fusions représentent 3 opérations sur 5 dans l'industrie, 5 sur 6 dans la distribution, mais moins de 1 sur 3 dans le secteur bancaire, où les prises de participations minoritaires sont dominantes. Le tableau 2 fait apparaître l'importance des opérations internationales dans le mouvement récent de restructuration de la plupart des secteurs, notamment en ce qui concerne les opérations de *joint ventures* dans l'industrie. De même 50 % des acquisitions minoritaires du secteur bancaire ont été réalisées à l'étranger, proportion symptomatique de la multiplication des liens financiers entre les marchés européens du crédit, et de leur internationalisation croissante.

Si l'on additionne tous les pourcentages figurant dans ce tableau, il apparaît que plus du tiers des regroupements dans l'industrie sont des opérations internationales. Les branches particulièrement concernées par cette internationalisation sont l'industrie chimique — 38 fusions nationales pour 33 opérations internationales en 1986-1987 (intra ou

(1) Voir les travaux de Singh (1971) sur les pays européens ; de Mueller, ed. (1980) et de Meek (1977) sur le Royaume-Uni.

1. Nombre de fusions (a), prises de participation minoritaire (b) et joint-ventures (c), nationales, communautaires et extra-communautaires réalisées par des entreprises de la Communauté européenne au cours des années 1986-1987.

	Nationales			Communautaires			Avec des pays tiers			Total		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
Industrie	211	84	29	75	21	16	17	12	45	303	117	90
Commerce	40	7	3	5	3	1	4	1	1	49	11	5
Banques	22	11	18	3	9	5	10	13	1	35	33	24
Assurances	17	5	1	7	1	1	4	5	0	28	11	2
Total	290	107	51	90	34	23	35	31	47	415	172	121

Source : CE, (données collectées par la Commission dans la presse spécialisée).

2. Pourcentages des opérations avec des pays tiers et communautaires dans les données du tableau 1

En pourcentage

	Industrie	Commerce	Banques	Assurances
Fusions	30	19	27	30
Prises de participations	28	28	50	50
Joint-ventures	66	40	20	50

Source : CE, (données collectées par la Commission dans la presse spécialisée).

3. Nombre de fusions nationales, communautaires et internationales dans l'industrie manufacturière de la Communauté européenne 1983-1987

	Nationales	Communautaires	Pays tiers	Total
1983/1984	101	29	25	155
1984/1985	146	145	52	208
1985/1986	145	52	30	227
1986/1987	211	75	17	303

Source : Commission des CE.

hors CE) —, suivie de l'industrie mécanique et de l'industrie alimentaire. Dans la branche du bâtiment et des travaux publics, la proportion des fusions internationales est considérable aussi : 6 sur 13. En revanche, l'industrie textile est pratiquement absente, tant du domaine des acquisitions que de celui des *joint-ventures* internationales. Dans la branche des équipements de transport, on compte 6 fusions réalisées à l'intérieur de la Communauté et aucune hors-Communauté, ce que l'on peut probablement interpréter comme une réaction européenne à la politique américaine de ces dernières années en matière d'acquisitions en Europe, et à la restructuration de cette branche aux Etats-Unis.

Le tableau 3 fournit une première idée de l'ampleur de la vague des fusions entre 1983 et 1987 ; les données concernent, cette fois encore, les mille premières entreprises européennes. Le nombre de fusions à caractère international — mais intra-communautaire — a plus que doublé au cours des quatre dernières années. Il en va d'ailleurs de même pour les fusions nationales. Ces chiffres montrent, en outre, que les multinationales américaines — traditionnellement acheteuses d'entreprises européennes — sont moins dynamiques que leurs concurrentes européennes. Notons enfin que les fusions internationales ne se sont pas substituées aux fusions nationales, mais qu'elles apparaissent, au contraire, largement complémentaires.

Pour certains pays on dispose de données qui couvrent un champ plus vaste que les seules très grandes entreprises ; ainsi le tableau 4 détaille la répartition des opérations de fusions pour l'ensemble des entreprises françaises entre 1985 et 1987.

Pour évaluer l'ampleur et la nouveauté du phénomène, ces chiffres doivent être comparés à ceux des périodes précédentes. Entre 1960 et 1976 le nombre annuel moyen de fusions est d'environ 148 (selon les indications fournies pour toutes les entreprises cotées en Bourse et celles soumises à la loi de 1966 sur la notification des acquisitions). Un record historique est atteint en France en 1969 avec 263 fusions (Jenny et Weber, 1980).

4. France : nombre de fusions nationales (a), communautaires (b) et avec des pays tiers (C) — 1985-1987

	1985/1986	1986/1987
(a)	282	509
(b)	66	108
(c)	97	151
Total	445	768

Source : OCDE.

Dans le cas de la RFA, dont les données figurent dans le tableau 5, le nombre de fusions dans le secteur industriel s'établit à 75 en moyenne annuelle pendant la période 1958-1977 (Cable, Belfrey et Runger, 1980). Le premier choc pétrolier est suivi de deux années d'intenses acquisitions (1976-1977). Mais c'est la croissance de l'importance de chaque fusion, plus que celle de leur nombre, qui explique la croissance du volume total de ces opérations. Le même phénomène peut être observé pour les sociétés en commandite simple où, de 1983 à 1984 comme de 1984 à 1985, un nombre d'acquisitions pratiquement inchangé s'accompagne d'un doublement des montants en jeu.

Au Royaume-Uni le nombre moyen annuel d'acquisitions est de 640 entre 1970 et 1980. Les prises de participation majoritaire ont toujours représenté un élément essentiel de la vie économique de ce pays, mais le rythme des fusions a considérablement diminué après les années 1973, année où leur nombre atteint un pic (1 210 fusions). Pendant les trois dernières années, l'examen du nombre et du volume total des fusions fait apparaître une forte augmentation de la taille moyenne des opérations en 1986 et un retour à des valeurs plus normales en 1987. Il convient toutefois de rappeler que la politique de privatisation du gouvernement Thatcher a profondément marqué l'histoire récente des acquisitions d'entreprises au Royaume-Uni.

*5. RFA : nombre de fusion et d'acquisitions
et montant total correspondant — 1973-1986*

	Nombre de sociétés		Millions de DM	
	S A	SARL	S A	SARL
1973	53	278	307	479
1974	49	309	292	687
1975	35	323	210	674
1976	57	247	896	772
1977	42	306	416	749
1978	36	284	500	272
1980	25	305	329	698
1981	38	443	335	513
1982	33	552	766	986
1983	41	630	316	1 611
1984	33	708	636	1 917
1985	31	958	1 277	2 542
1986	31	931	1 375	2 079

Source : Cable J.R., Belfrey J.P.R. et J.W. Runge : «RFA», dans Mueller (ed.), *op.cit.*

6. Royaume-Uni : nombre de sociétés rachetées et montant total des acquisitions — 1985/1987

	Nombre	Monant total (millions de livres)
1985	474	7 090
1986	696	14 934
1987	1 125	15 364

Source : «United Kingdom», in Mueller, ed., *op. cit.*

Les Etats-Unis connaissent une importante vague de fusions (de type conglomérat) dans la seconde moitié des années soixante et au début des années soixante-dix. Au cours de cette période, le nombre des fusions oscille entre un minimum de 909 et un maximum de 2 407, avec une pointe dans les années 1968-1969. A la lecture du tableau 7, on constate une intensification de la politique d'acquisitions ces dernières années, avec un maximum en 1986. La tendance aux Etats-Unis est aux «méga-fusions» : on dépense en moyenne deux fois plus pour une acquisition en 1986 qu'en 1980.

7. Etats-Unis : nombre de rachats et de prises de contrôle, pourcentage d'opérations internationales, et montant total déclaré 1980/1986

	Total	Internationales	Montant total déclaré	Prises de contrôle
1980	1 565	n.a.	33,06	3
1981	2 326	n.a.	66,96	8
1982	2 295	n.a.	60,39	9
1983	2 345	n.a.	52,25	7
1984	3 144	n.a.	125,23	19
1985	3 397	11,6 %	139,13	26
1986	4 024	12,6 %	190,00	34

Sources : Brock J., 1987, et OCDE.

Ces chiffres montrent ainsi que loin d'être limité à l'Europe, ce mouvement concerne également les Etats-Unis. Une telle similitude apparente masque pourtant de profondes différences. Alors qu'aux Etats-Unis cette vague de fusions est due, pour l'essentiel, à une application plus laxiste, sous l'administration Reagan, des lois anti-trust, la politique gouvernementale adoptée en Europe dans ce domaine n'a eu que peu d'effet sur les fusions passées ou présentes.

L'importance croissante des transactions réalisées est une caractéristique majeure du mouvement récent d'acquisitions en Europe. Au cours des années 1983-1984, sur 155 fusions opérées dans le secteur manufacturier, seules 85 concernaient des entreprises avec un chiffre

8. Royaume-Uni : rachats et liquidations de sociétés

	Nombre de sociétés rachetées		Nombre de sociétés mises en liquidation	
1974	504		3 720	
1975	315	-	5 398	+
1976	353	+	5 939	+
1977	481	+	5 831	-
1978	567	+	5 086	-
1979	534	-	4 537	-
1980	469	+	6 890	+
1981	452	0	8 596	+
1982	463	0	12 067	+
1983	447	0	13 406	+
1984	568	+	13 721	0
1985	474	+	14 898	+
1986	696	+	14 405	-
1987	11 235	+	11 434	-

Source : Bank of England.

9. Chiffre d'affaires agrégé des entreprises après fusion - Industrie manufacturière CE - Nombre d'entreprises dans chaque tranche 1983-1987

	500*	500-1000*	1000*	n.d.	Total
1983/1984	29	18	85	23	155
1984/1985	62	31	92	23	208
1985/1986	63	33	108	23	227
1986/1987	101	31	171	0	303

* Millions d'ECU.

Source : CE.

10. Nombre et pourcentage d'entreprises dont le chiffre d'affaires après fusion dépasse 1 milliard d'Ecu impliquées dans des fusions - par branche CE 1983-1987

Années	Chimie	Métallurgie	Transport	Papeterie	Electricité	Alimentation	Mécanique
1983/1984	28=62%	5=55%	5=50%	3=23%	8=61%	10=67%	9=39%
1984/1985	23=43%	7=41%	2=20%	4=22%	8=36%	13=55%	17=54%
1985/1986	33=57%	4=24%	3=33%	5=18%	9=69%	17=50%	17=59%
1986/1987	51=72%	11=57%	11=52%	8=32%	12=29%	35=67%	20=64%

(*) Pourcentage du nombre total de fusions dans la branche.

Source : calculs de l'auteur sur données de la Commission des Communautés Européennes.

Chimie = fibres, verre, céramiques, caoutchouc ;

Métallurgie = production et première transformation des métaux ;

Transport = véhicules et équipements de transport ;

Papeterie = bois, meubles et papier ;

Electricité = matériels électriques et électroniques, matériels de bureau ;

Alimentation = boissons ;

Mécanique = matériels et instruments mécaniques, machines-outils.

d'affaires supérieur à 1 milliard d'ECU. En 1986-1987, ce rapport est de 171 pour 303 ; certaines de ces entreprises (67) ont un chiffre d'affaires supérieur à 5 milliards d'ECU, d'autres (31) supérieur à 10 milliards d'ECU. Ce qui ne signifie pas que les entreprises moins importantes soient restées inactives. Les données de la CE montrent en effet que le nombre de fusions concernant des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 500 millions d'ECU a plus que triplé entre 1983 et 1987.

Les tableaux 9 et 10 rendent compte de la tendance au gigantisme observée dans les années récentes. Dans l'industrie alimentaire, le nombre des méga-fusions concernant des entreprises au chiffre d'affaires excédant 1 milliard d'ECU, est de 35 sur un total de 52. Dans le secteur chimique, elles représentent une proportion de 5 sur 7 (ce rapport était de 2 pour 5 dans la période 1983-1984). Dans l'industrie mécanique, le rapport est de 2 sur 3.

Les causes habituelles des fusions

La question des fusions peut être abordée selon trois logiques différentes, mais complémentaires. Parce qu'elles sont des transferts d'actifs, elles peuvent être étudiées dans le cadre d'une logique financière. En tant qu'agissant sur les structures de marché, elles peuvent requérir des analyses qui ressortissent de l'économie industrielle. Enfin, on peut s'attacher aux problèmes particuliers posés par la compétition des équipes de direction des sociétés.

Motivations de nature financière

La logique financière qui conduit à l'acquisition d'une participation majoritaire est *a priori* simple. A supposer que les marchés des capitaux soient parfaits, l'évaluation d'une compagnie par le marché devrait, à une date donnée, refléter exactement l'opinion des investisseurs sur ses chances futures de profit. Si les investisseurs s'attendaient en effet à des pertes, ils ne réaliseraient pas l'opération. La concurrence entre les acheteurs potentiels devrait faire en sorte que le prix offert pour le rachat soit tel que le gain anticipé soit nul. L'offre devrait donc correspondre parfaitement à la valeur du marché. Cette explication théorique est contredite dans les faits par l'existence de primes substantielles versées aux détenteurs des titres de l'entreprise cible. Confiante dans son aptitude à redresser la rentabilité de l'entreprise absorbée, la direction de l'entreprise acquérante forme des anticipations de profit supérieures à celles du marché fondées sur les performances de la direction en place, performances que l'équipe assaillante pense pouvoir surpasser. De cette réévaluation des perspectives de

profit par l'entreprise absorbante naît la possibilité de consentir une prime aux actionnaires afin de s'assurer la prise de contrôle ⁽²⁾.

La logique financière des fusions/acquisitions repose sur trois types de motivations :

- *Diversification du portefeuille d'actifs.* C'est un moyen de réduire le risque inhérent à la poursuite d'un niveau déterminé de profit. En effet, le risque associé à la détention de valeurs mobilières d'une société est d'autant moins important que ses activités sont diversifiées et réparties entre différentes branches de l'industrie. On invoque généralement cet argument pour expliquer la formation de conglomérats. Un contre-argument (voir Lintner, 1971) est que les investisseurs privés peuvent réaliser eux-mêmes des combinaisons de portefeuille et diversifier ainsi leurs actifs, même si les entreprises concernées ne produisent, chacune, qu'un seul bien.

- *Réduction du niveau d'endettement.* En absorbant une société moins endettée qu'elle, une entreprise peut faire baisser son ratio dettes/fonds propres et se ménager ainsi de nouvelles possibilités de crédit. En outre, comme l'a fort élégamment démontré Lewellen (1971), deux sociétés ayant un même niveau d'endettement verraient, si elles fusionnaient, leurs conditions d'accès au crédit s'améliorer. Les événements qui sont à l'origine de la faillite d'une entreprise ne sont pas forcément les mêmes que ceux qui provoquent la faillite de l'autre. Ce qui, donc, risquerait de rendre l'une ou l'autre de ces entreprises insolvable, ne conduira généralement pas à la faillite la société qui résultera de la fusion des deux.

- *L'effet de compensation (Mueller, 1986).* Cet auteur souligne que si une entreprise acheteuse (A) s'agrège à une société (B) dont le taux de rentabilité est notablement supérieur au sien, quand bien même le profit de l'ensemble est inférieur à la somme des profits des parties, le taux de rentabilité de la nouvelle entité (C) sera supérieur à celui de la société de départ. Le gain par période résultant de la fusion (G) est arithmétiquement :

$$G = P_C - P_B - P_A$$

où P_i ($i = A, B, C$) représentent les profits par entreprise. Pour simplifier, on suppose que les profits sont constants dans le temps ⁽³⁾.

Les taux de rendement étant définis par P_i/K_i , où K_i représente la valeur du capital de la société i , le taux de rendement de la firme acheteuse s'accroît, après fusion, si :

$$P_C/K_C > P_A/K_A$$

(2) Des différences sont néanmoins possibles entre l'opinion individuelle et l'opinion du marché. Voir à ce sujet, Gort (1969).

(3) La littérature empirique cherche souvent à évaluer G au moyen des fluctuations des cours des actions des sociétés correspondantes.

ce que l'on peut encore écrire comme suit :

$$(P_A + P_B + G) / (K_A + K_B) > P_A/K_A$$

Supposons que $P_A/K_A = \lambda P_B/K_B$, avec $\lambda > 1$, alors l'inégalité ci-dessus revient à :

$$P_B + G > \lambda P_B$$

Donc, si λ est élevé, c'est-à-dire si les taux de rendement avant fusion sont sensiblement différents, le sens de l'inégalité peut en être inversé, même si G est positif. En d'autres termes, on aura :

$$P_C/K_C < P_A/K_A$$

• *L'effet «fiscal» (Mervin King, 1989).* Lorsqu'un impôt proportionnel est perçu sur les dividendes, il est capitalisé dans la valeur des actions : la valeur présente des flux de revenus nets futurs (qui devrait égaler le cours de l'action) s'en trouve réduite. En conséquence la valeur totale des actions d'une société (V) devrait être inférieure au coût de remplacement de ses actifs (R). On a alors :

$$q = V / R < 1$$

Une entreprise désirant s'agrandir par croissance interne verra sa valeur boursière augmenter d'une somme inférieure à celle de son investissement. En vertu de ce principe, dit de sous-évaluation ($q < 1$), les actifs d'une société existante vaudront moins cher que des biens capitaux nouvellement acquis. La croissance par fusions d'entreprise serait ainsi plus rentable que celle résultant d'une augmentation de capital. Cet argument ne s'applique que si les acquisitions ont pour but un accroissement de capacité, et non dans le cas de fusions motivées par la nécessité de restructurer les activités de production.

Stratégies de marché et acquisitions

L'hypothèse selon laquelle les profits sont d'autant plus élevés que les producteurs sont moins nombreux est commune à la plupart des analyses théoriques des marchés oligopolistiques et des recherches empiriques les concernant, tout au moins depuis la publication des importants travaux de Joe Bain (1959). D'après cette hypothèse les fusions seraient essentiellement dictées par la recherche de rentes sur les marchés où l'exercice d'un pouvoir de monopole est possible, c'est-à-dire là où les indices de concentration atteignent un seuil critique.

L'hypothèse d'une corrélation entre concentration et profits découle, quant à elle, de certaines théories non coopératives, telles que la théorie de l'oligopole de Cournot, ainsi que de l'idée qu'il est plus facile de conclure des accords de coopération — ou des ententes — si le nombre

de participants est réduit (voir Scherer, 1970). De manière alternative, on peut faire référence à la théorie de la collusion tacite de Friedman (1984). Dans une telle approche «structure-comportement-performance», les fusions tant horizontales que verticales sont généralement considérées avec hostilité⁽⁴⁾.

Parmi les motifs qui dictent les stratégies de marché, on peut citer :

- la création de barrières à l'entrée ;
- la capacité à survivre aux «guerres de prix» ;
- la possibilité de pratiquer une discrimination par les prix ;
- la plus grande capacité à pratiquer une politique de différenciation des produits et de recherche et développement (R & D).

L'accroissement de taille des entités formées après fusion constitue *de facto* une barrière à l'entrée, en ce qu'elle donne les moyens de soutenir une guerre de prix et de dissuader l'entrée sur le marché de concurrents éventuels. En effet, la mise en place d'une capacité excédentaire permet de démontrer aux entrants potentiels sur le marché que l'on est disposé, en cas de concurrence accrue, à augmenter la production et à faire baisser les prix (Spence, 1977 et Dixit, 1980). Or, au surcroît de coûts fixes engendré par cette capacité excédentaire, doit correspondre une stratégie d'économies d'échelle et donc l'atteinte d'un objectif de taille critique. Un autre moyen d'ériger des barrières à l'entrée en augmentant artificiellement les coûts fixes consiste à mener une guerre de dépenses publicitaires. Ce cas est suffisamment connu pour n'être pas à nouveau développé ici (Schmalensee, 1972).

Les «guerres de prix» sont, quant à elles, généralement déclenchées par des modifications de l'environnement du secteur considéré. L'exemple type est celui de l'abolition des droits de douane ou autres barrières protectrices. Les petites entreprises, qui détiennent des parts de marché peu importantes et dont les marges de profit sont faibles, sont vulnérables aux attaques de la concurrence. Les grands groupes diversifiés peuvent, en revanche, procéder à des dépenses importantes de restructuration technologique et de marketing⁽⁵⁾.

On ne développera pas ici le problème de la *discrimination par les prix*. Rappelons simplement que si la fusion intervient entre deux entreprises situées dans des régions différentes, elles pourront profiter de cette différence de localisation pour pratiquer une telle politique⁽⁶⁾.

(4) Voir, à ce propos, les *Guidelines for Antitrust Policy* (1968) qui ont inspiré, aux Etats-Unis, les décisions des juges jusqu'à l'émission des *New Guidelines* en 1982.

(5) Certains auteurs (par exemple : Schmalensee, 1972) considèrent ainsi l'augmentation artificielle des coûts fixes comme une preuve de la mise en place stratégique de barrières à l'entrée.

(6) Sur cette question de la discrimination par les prix, voir l'étude exhaustive de Philips (1983) et les nombreuses références bibliographiques qu'elle comporte.

Une politique de *différenciation des produits* est d'autant plus facile à conduire que la taille de l'entreprise est importante. La publicité, en particularisant le produit, en est un vecteur. Un autre moyen de différenciation réside dans l'amélioration de la qualité du produit. Les fusions permettent de mobiliser ces deux effets : en permettant la réalisation d'économies de publicité et le transfert du prestige de la société achetée à la nouvelle société, de même qu'en facilitant l'adoption des nouvelles technologies destinées à améliorer la qualité ⁽⁷⁾.

En ce qui concerne les programmes de *recherche et développement* (R & D), le principal problème est celui de l'appropriation des résultats. Plusieurs analyses récentes montrent que les comportements non coopératifs de producteurs en situation d'oligopole risquent d'aboutir à une multiplication inutile des efforts de recherche. Par exemple, deux sociétés pharmaceutiques qui investiraient chacune pour son compte dans la recherche sur un même médicament, gaspilleraient leurs ressources. On n'assisterait pas à une telle multiplication des efforts de recherche si les inventions n'étaient pas protégées par le système des brevets (ou s'il était possible de les imiter à moindres frais). Mais quelle entreprise accepterait alors de supporter les coûts de production d'une invention qui ne serait pas protégée ? Les tentatives de réduire les inefficiences engendrées par le système de la propriété industrielle expliqueraient ainsi les fusions de nature technologique, ou les *joint-ventures* visant une coopération en matière de recherche et développement. L'affirmation selon laquelle seules les grandes entreprises innoveraient semble, quant à elle, dépourvue de fondement ⁽⁸⁾. Il reste néanmoins que dans certains domaines, tels la biotechnologie ou les télécommunications, seules les grandes sociétés peuvent supporter des coûts élevés de recherche. Les fusions constituent alors un moyen d'atteindre la taille critique permettant ce genre d'investissement.

Le marché des directions de sociétés

Les objectifs propres à la direction de la société peuvent jouer un rôle décisif dans la politique d'acquisitions. Il serait possible d'analyser le comportement de la direction en dehors de toute autre considération. Mais c'est en réalité la relation entre la direction et les actionnaires de la société qui importe, la première assumant la position d'«agent» des seconds, dans un rapport que les analyses théoriques récentes qualifient habituellement de «relation principal-agent».

Le «principal» est la personne ou l'institution qui délègue l'exécution d'un acte ou d'un plan d'action à un «agent». Le rapport qui naît de cette pratique constitue une forme de relation contractuelle extrêmement

(7) On trouvera des exemples de «transfert de prestige» dans l'industrie automobile — ainsi l'achat de Maserati par Chrysler.

(8) Voir, à ce propos, les recherches empiriques présentées par Acs et Audretsch (1988) et par de Woot (1988).

répandue dans la réalité. En particulier, tous les types de contrat de travail sont caractérisés par ce genre de relation ; de même, une banque peut, dans certaines circonstances, être considérée comme le « principal » qui délègue l'exécution d'un investissement à un entrepreneur, etc.

Le problème majeur que posent ces contrats entre un « principal » et un ou plusieurs agent(s) tient à la difficulté qu'éprouve, le plus souvent, le principal à surveiller la mise en œuvre par l'« agent » de l'acte contractuel. Il faudrait donc que le contrat soit conçu de manière telle qu'il engendre les incitations propres à susciter, de la part de l'« agent », le comportement souhaité. Cette forme de délégation est donc généralement caractérisée par l'existence de certains coûts, dont une partie importante provient de la sous-optimalité des actions de l'« agent ». Or de tels coûts ne sont pas inclus dans les dépenses comptables. Mais il se peut, par ailleurs, que l'exécution directe par le « principal » soit elle-même très onéreuse, voire impossible.

C'est dans ce contexte de relation « principal-agent » qu'il convient de développer l'analyse du comportement de la direction des sociétés. On peut alors classer les situations envisageables selon un continuum de comportements possibles, allant de la subordination complète de la direction aux actionnaires, à une autonomie considérable. A l'une des extrémités du spectre se trouve l'hypothèse néo-classique pure — et optimiste ! — de maximisation des profits. Dans la théorie néo-classique en effet, le problème de la relation « principal-agent » est censé avoir été résolu par le contrôle complet du comportement de l'« agent » au profit des intérêts exclusifs du « principal » — qui représente ici l'ensemble des actionnaires. A l'autre extrême, le contrat prend la forme d'une délégation intégrale d'où émerge le risque qu'utilisant l'autonomie qui leur est conférée, les dirigeants poursuivent leurs objectifs propres, en contradiction avec les intérêts des actionnaires ⁽⁹⁾.

Les acquisitions, et en particulier celles qui résultent d'une offre publique d'achat (OPA) hostile, tiennent une place importante dans ce débat sur le comportement des directions d'entreprises. Les « optimistes » ont, en effet, avancé l'hypothèse selon laquelle l'éventualité d'une prise de contrôle borne la poursuite incontrôlée, par les *managers*, de leurs intérêts privés. Une direction inefficace sera, selon eux, éliminée tôt ou tard grâce à ce mécanisme d'acquisition ; il suffit d'attendre qu'une entreprise prospère lance une OPA sur cette société mal gérée. Singh (1971) résume ainsi cette thèse « optimiste » :

« Une telle situation extrême de pouvoir absolu de la direction et d'impuissance des actionnaires ne serait toutefois possible que si, pour assurer la discipline sur le marché boursier, il n'existait pas d'autre dispositif que la cotation des actions et les conséquences qu'elle peut avoir sur les conditions de financement dont peuvent disposer les entreprises. Tel n'est évidemment pas le cas, dans la mesure où les

(9) Sur les comportements des *managers* qui ne visent pas la maximisation de la valeur actualisée de l'entreprise, voir l'article de Shleifer et Vishny (1988).

entreprises dans lesquelles les actionnaires ne sont pas à même d'exercer leur pouvoir, ou celles s'auto-finançant entièrement doivent compter avec la possibilité d'une OPA».

(Singh, 1971, p. 5)

L'idée selon laquelle les prises de contrôle se traduisent généralement par une meilleure efficacité de l'organisation est couramment avancée dans la littérature néo-classique. Ainsi, Jensen (1988) affirme-t-il :

«Les prises de contrôle se produisent le plus souvent parce que la technologie ou les conditions du marché sont telles qu'elles nécessitent une restructuration majeure des actifs des sociétés [impliquées], et il est plus facile à la nouvelle direction, qui porte un œil neuf sur les activités et n'a de liens particuliers ni avec les employés en place, ni avec les communautés [dans lesquelles sont implantées les activités], d'opérer ces changements».

(Jensen, 1988, p. 23)

Un tel optimisme ne tient pas compte, on le voit, des motivations qui incitent la société acquérante à racheter l'entreprise considérée. Car si l'on souscrit à l'hypothèse que les dirigeants d'entreprises ne cherchent pas, en général, à maximiser la valeur actualisée de l'entreprise qu'ils dirigent, pourquoi ceux de l'entreprise acquérante devraient-ils faire exception à cette règle? En réalité, il est tout aussi probable que les motivations de la prise de contrôle soient inspirées par une mauvaise gestion de l'entreprise acheteuse plutôt que par celle de l'entreprise-cible.

La solution de ce dilemme se trouve, toujours selon Jensen (1988), dans la thèse dite du «*cash-flow* libre». Ce terme désigne le *cash-flow*, engendré par les opérations courantes de l'entreprise, qui excède les besoins normaux de financement de sa croissance interne. Si la société était gérée dans l'intérêt des actionnaires, ces fonds devraient être distribués sous forme de dividendes. Mais une telle distribution réduit le montant des ressources que la direction contrôle directement, en même temps qu'elle restreint l'indépendance de celle-ci à l'égard des marchés du crédit, sur lesquels elle serait soumise à une évaluation objective. Il est, bien sûr, possible aux *managers*, de trouver des moyens de détourner ces fonds aux fins d'augmenter leurs revenus personnels ; mais il paraît peu vraisemblable qu'ils puissent ainsi absorber impunément d'importants *cash-flows* excédentaires⁽¹⁰⁾.

(10) Toutefois, certaines allégations récentes ont suggéré que M. Milken, directeur à la Drexel Investment House, une société spécialisée dans les OPA, aurait perçu, en une année, 500 millions de dollars.

Que les intérêts personnels des *managers* soient mieux servis dans des organisations complexes et de grande taille, parce que les hiérarchies y sont plus étendues et les salaires plus élevés, a été démontré de manière convaincante par Gordon Donaldson (1984). Dans ces conditions, le désir d'échapper au contrôle que pourraient exercer les marchés du crédit constitue pour le *management* une incitation à garder celui du *cash-flow* pour lequel les acquisitions représentent un emploi satisfaisant. Il convient cependant de remarquer qu'en l'absence d'un tel exutoire, les dirigeants choisiraient la voie, moins rentable encore, de la croissance interne. A tout prendre, si l'expansion externe représente en général un choix moins immédiatement favorable que le versement du *cash-flow* excédentaire sous forme de dividendes, elle est souvent préférable à la croissance interne ⁽¹¹⁾.

Les effets d'une fusion sur la valeur des actions de l'entreprise acquérante sont, selon la thèse du *cash-flow* libre, ambigus. Car il semble que cette théorie soit compatible aussi bien avec l'observation d'une baisse que d'une hausse du cours de l'action. Supposons, en effet, qu'*avant* la réalisation de la fusion, le marché envisage trois types de comportements possibles de l'entreprise acquérante — distribution de dividendes, croissance interne ou expansion externe — affectés de probabilités éventuellement différentes ; l'action enregistrera, à la suite de la fusion, un mouvement à la hausse si l'éventualité d'une croissance interne peu rentable était, auparavant, considérée comme très probable, option qui avait pour effet de déprimer le cours antérieur. Une baisse du cours de l'action peut au contraire traduire l'existence, avant le rachat, chez une majorité d'actionnaires, d'anticipations d'une distribution de dividendes. Jensen (1988) préfère penser que la politique d'acquisitions contribue à réduire les « coûts d'agence » associés à la délégation du contrôle dans les sociétés, et qu'elles se traduisent donc, le plus souvent, par une réévaluation des actions.

Des résultats empiriques ambigus quant aux effets financiers des acquisitions

De nombreuses études empiriques ont cherché à évaluer le montant et le signe de la « prime » de rachat versée aux actionnaires de l'entreprise qui subit l'acquisition. Dans un compte-rendu des analyses réalisées sur

(11) Parmi les exemples de croissance interne peu fructueuse, on peut citer le cas des programmes de prospection entrepris à la fin des années soixante-dix par les compagnies pétrolières et les réactions négatives des marchés boursiers qui s'ensuivent.

données américaines, Jensen et Ruback (1983) concluaient qu'en moyenne au cours des années soixante, cette prime était de l'ordre de 19 %. Plus récemment, Jarrel et Poulsen (1987) — cité par Jarrel (1988) — ont montré, toujours pour les Etats-Unis, que la prime moyenne perçue par les actionnaires de l'entreprise-cible atteignait 35 % dans les années soixante-dix, mais était tombée à 3 % dans la période 1980-1985.

D'autres auteurs ont tenté d'estimer les gains résultant de l'acquisition en prenant en compte l'évolution du cours de l'action dans les années qui suivent immédiatement la fusion. Les résultats empiriques confortent généralement l'hypothèse selon laquelle le marché révisé à la hausse ses anticipations concernant les profits futurs de l'entreprise rachetée. Il ne faudrait cependant pas inférer de l'existence d'une prime positive que ces sociétés étaient nécessairement sous-évaluées avant leur rachat, dans la mesure où les gains des actionnaires de l'entreprise-cible peuvent également traduire la révision des anticipations liées à la mise en place d'une nouvelle direction.

Plusieurs études remettent en cause l'hypothèse de sous-évaluation des entreprises avant fusion. Ainsi Bradley et al. (1983) et Easterbrook et Jarrel (1984) montrent-ils que, lorsque la direction d'une société-cible parvient à repousser une tentative de rachat, le cours de l'action, après une augmentation temporaire, revient au niveau qu'il avait avant l'OPA. Le caractère transitoire de cette augmentation montre que le marché n'a pas révisé son opinion quant à la valeur de l'entreprise visée. La hausse du cours est donc uniquement due à la tentative d'acquisition et non à la correction d'une quelconque sous-évaluation.

Par ailleurs, nombre d'études empiriques confortent la thèse d'une diminution de la richesse totale après fusion de l'ensemble des actionnaires. Mais alors que certains (Jensen, 1988 ; Bradley et al. 1983) trouvent que cette réduction est généralement inférieure à la somme des gains réalisés, au moment de l'acquisition, par les actionnaires de l'entreprise rachetée, d'autres (Meeks, 1977 ; Mueller, ed., 1980 ; Mueller, 1986) soutiennent, au contraire, que la plupart des fusions se traduisent par des pertes nettes de richesse pour l'ensemble des actionnaires concernés.

Pour trancher cette question, il importe d'évaluer les variations de richesse nette des actionnaires de l'entreprise assaillante. Jarrel et al. (1988) fournissent, sur ce point, les résultats les plus optimistes : les gains seraient positifs, mais en déclin séculaire aux Etats-Unis, passant d'une moyenne de 5 % dans les années soixante à 2,2 % dans les années soixante-dix, puis à - 0,04 % dans la période 1980-1985. Firth (1979) avance, au contraire, des conclusions très négatives et soutient que les pertes enregistrées par les actionnaires des sociétés acquérantes font plus que compenser les gains réalisés par ceux des entreprises-cibles.

L'observation d'une rentabilité de la nouvelle entité, inférieure à celle des sociétés préexistantes est l'argument majeur de ceux qui contestent l'idée de l'efficacité de ces regroupements. Au terme d'une étude concernant les principaux pays de l'OCDE, Mueller et Singh (1980) concluent :

«Dans les sept pays étudiés, certaines données indiquent que les fusions constituent un mécanisme qui vise l'élimination des mauvais gestionnaires ou le sauvetage d'entreprises en difficulté. Ainsi en Belgique, en France, en RFA et au Royaume-Uni, les taux de profit des sociétés rachetées étaient-ils légèrement inférieurs à la moyenne de ceux du groupe-témoin. Toutefois, en Belgique, les sociétés acquérantes réalisaient, elles aussi, des profits inférieurs à ceux du groupe-témoin, et elles ne présentaient, de ce point de vue, aucune différence significative par rapport aux entreprises rachetées. Dans ces conditions, il semble difficile de soutenir que ces dernières ont été «sauvées» par des sociétés gérées plus efficacement. En France, alors que les sociétés acquérantes étaient un peu plus rentables que les entreprises qu'elles rachetaient, les unes et les autres ont, après fusion, subi une baisse de rentabilité par rapport au groupe-témoin. Ces observations ne confortent pas la thèse du contrôle par le marché, selon laquelle (1) des sociétés dont les performances étaient inférieures à la moyenne (2) ont été rachetées par des entreprises plus performantes qu'elles et (3) que le regroupement des deux se traduit par une amélioration des performances»

(Mueller et Singh, 1980, p. 312).

Toutes ces conclusions doivent être nuancées par les difficultés empiriques d'évaluation de la rentabilité et par l'incertitude sur la valeur des profits qu'auraient réalisés ces entreprises en l'absence de fusion. Le recours à la comparaison avec un groupe témoin d'entreprises non impliquées dans des processus de fusion permet de tourner en partie cette difficulté, mais demeure insuffisant. Il convient, en outre, de remarquer que la réduction de rentabilité qu'engendrerait la fusion ne conforte pas parfaitement les assertions de Mueller et Singh (1980), dans la mesure où l'existence de gains positifs pour les actionnaires de l'entreprise cible ne contredit pas l'hypothèse de déficience du *management*. Il semble, en revanche, incontestable que la théorie des effets de «synergie», selon laquelle les deux entreprises impliquées dans une fusion réalisent des économies d'échelle ou réduisent les coûts de transaction, n'est confortée ni par les études empiriques globales, ni par l'analyse de quelques exemples de fusions importantes que proposent Adams et Brock (1986).

L'observation d'une diminution de la rentabilité de la société acquérante est aussi en contradiction avec la thèse selon laquelle les acquisitions répondent toujours à des motivations de maximisation de la valeur actualisée de la société, en concordance avec les intérêts des actionnaires. Le fait que bon nombre de fusions soient dissoutes après quelques années constitue un symptôme de leur inefficience : selon une enquête de l'hebdomadaire *Business Week* aux Etats-Unis, une fusion sur trois est dissoute par la suite et il y a, en moyenne, trois reventes (*disvestures*) pour sept acquisitions.

En réalité, les études qui mettent en évidence l'existence d'un gain «anormal» des actionnaires de la société acquérante ne portent, le plus souvent, que sur des périodes relativement brèves. Lorsque la période

considérée est suffisamment longue — comme c'est le cas dans l'étude de Mueller (1986) —, on observe une baisse systématique du cours des actions des sociétés acquérantes ⁽¹²⁾.

L'hypothèse d'une rentabilité supérieure des sociétés acquérantes par rapport à leur cible est de même rarement confirmée. Singh (1971), qui utilise des données relatives au Royaume-Uni dans les années cinquante, ne trouve aucune différence statistiquement significative entre la population des sociétés acquérantes et celle des entreprises-cibles. Ces résultats sont, toutefois, moins probants qu'il n'y paraît, dans la mesure où la population des « sociétés acquérantes » considérée inclut des entreprises de secteurs et de tailles différents, ce qui aboutit à une compensation des écarts. Comme l'ont fait remarquer récemment Stewart, Harris et Carleton (1986), c'est l'analyse couple par couple qui importe dans l'étude des différences entre sociétés acquérantes et entreprises rachetées ; or la construction d'agrégats tels que ceux utilisés par Singh (1971) écrase cette différenciation. Mueller (1986), travaillant sur données américaines, conclut qu'en moyenne les entreprises rachetées ont un taux de rendement légèrement inférieur à celui des sociétés acquérantes. Mais, cette étude se heurte à la même objection que la précédente. Seule l'analyse d'un grand nombre de cas individuels de fusions permettrait de trancher ce débat.

Par ailleurs, l'étude de Singh (1971) tend également à réfuter l'idée selon laquelle les sociétés les plus endettées sont aussi les plus enclines à se porter acquéreurs d'autres entreprises. Plus récemment, Jensen (1988) a pu conclure qu'il n'existait aucun lien apparent entre l'augmentation du nombre des fusions observées et la hausse du ratio moyen dettes/fonds propres des sociétés américaines (tableau 11).

11. Etats-Unis : ratio moyen dettes/fonds propres des sociétés cotées en Bourse - 1980-1985

Années	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ratio	37,8	38,3	40,0	40,6	46,1	46,5

Source : Jensen, 1988.

(12) Cette citation fait référence à des études couvrant, dans la plupart des pays considérés, la période 1961-1972 précédant le premier choc pétrolier.

Intégration des marchés et restructuration

Ni l'impact de la nécessité de restructuration sur les fusions, ni celui de l'intégration des marchés — deux facteurs également importants dans le contexte de notre recherche — n'ont jusqu'à présent fait l'objet d'études approfondies.

Une analyse des effets de la restructuration qui est survenue après le premier choc pétrolier de 1973 permet d'éclairer le premier de ces deux phénomènes. Bon nombre d'industries importantes furent en effet bouleversées à la suite de ce choc, l'augmentation des coûts et la perspective d'une demande en déclin pour de nombreux produits ayant réduit la rentabilité des capitaux immobilisés et des investissements projetés. La productivité du travail diminua brusquement dans la plupart des pays, entraînant une vague considérable de déclassement du capital installé. Ces industries sinistrées, où le recul de la productivité avait atteint des niveaux record (– 14 % pour le papier et l'imprimerie), connurent alors une vague d'acquisitions importante.

On conçoit aisément que, dans une industrie en déclin, une fusion offre à la fois l'avantage d'éviter les coûts d'une liquidation et celui de réduire le nombre de producteurs qui cherchent à survivre isolément : la concurrence par les prix s'en trouve affaiblie, tandis que les entreprises fusionnées peuvent réorganiser la production en épargnant les unités les plus profitables — qu'une liquidation n'aurait pas épargnées — et en vendant les autres.

L'impact de l'intégration des marchés sur les fusions est, quant à lui, plus complexe à cerner. On attend généralement d'un processus d'intégration qu'il s'accompagne d'une baisse de rentabilité pour les industries oligopolistiques (Anderson et al., 1989, et Smith et Venables, 1988). Si l'on souscrit à cette hypothèse, on peut appliquer aux effets de l'intégration sur les fusions bon nombre des arguments de la discussion précédente sur les structures de marché. Le déclin de la rentabilité, qui était dû dans ce contexte à la réduction de la demande, est ici provoqué par l'intensification de la concurrence internationale. Ainsi les données dont on dispose (Greenway, 1988) indiquent-elles que le commerce intra-industriel a augmenté en Europe à la suite de la mise en place de la CE. La concurrence internationale entre producteurs européens s'est donc, semble-t-il, sensiblement intensifiée, entraînant une réduction de leurs marges de profit.

La restructuration causée par l'intégration des marchés est aussi importante au niveau de l'entreprise. Davantage d'entre elles sont en effet susceptibles de déplacer leurs usines en dehors des frontières nationales, car elles doivent tenir tête à leurs rivaux sur un marché

plus étendu — comme le montre l'exemple du rachat de Magirus, producteur allemand de camions, par la société italienne IVECO (*Economist Intelligence Unit*, 1988). Les multinationales, quel que soit leur pays d'origine, abandonneront les localisations qu'elles avaient choisies du seul fait de l'existence de barrières douanières et préféreront se relocaliser selon les critères d'efficacité (Dunning et Robson, 1988) ⁽¹³⁾.

Cantwell (1988) affirme en outre que l'existence d'un droit de douane extérieur commun a encouragé les entreprises des pays non-membres à localiser leurs établissements productifs en Europe, en même temps que l'abolition des droits de douane intra-européens élargissait le marché qui pouvait être atteint à partir d'une seule usine. De tels arguments permettent d'expliquer, par exemple, les rachats d'entreprises de la part des compagnies multinationales américaines en Europe, dont le rythme a été soutenu au cours des années cinquante et soixante, et ne s'est ralenti qu'au cours des années récentes. Ces arguments s'appliquent également aux investissements japonais en Espagne et Grande Bretagne ⁽¹⁴⁾.

Investissements directs à l'étranger

La réalisation d'un marché intégré et d'un régime de changes relativement stable a fait baisser pour les pays membres les coûts de l'investissement intra-communautaire. Le processus d'intégration des marchés devrait donc s'accompagner d'une corrélation positive entre le nombre des fusions intra-communautaires et le volume des investissements directs. C'est pourtant une évolution assez différente que l'on observe au cours des années quatre-vingt. Les Etats-Unis sont certes devenus récemment importateur net d'investissements étrangers en provenance notamment de l'Europe. Mais alors que le volume des investissements directs intra-communautaires régresse globalement ⁽¹⁵⁾, le volume, et donc la part de ceux-ci consacrée aux acquisitions, se sont accrus, témoignant d'un mouvement de substitution des rachats d'entreprises existantes à la création directe d'équipements nouveaux.

(13) Ainsi observe-t-on, par exemple, qu'après une période de déclin, une abondance de main-d'œuvre à bon marché favorise la revitalisation de l'industrie anglaise. Peugeot fait, en la matière, figure de pionnier, avec le rachat des usines anglaises de Chrysler en 1979. Les relations industrielles se sont améliorées dans les usines basées à Ryton après cette acquisition ; et des réductions de coûts ont permis à la firme française d'y baser la production de son modèle Peugeot 405 (après un rééquipement de l'usine dont le coût s'est élevé à 25 millions de livres).

(14) Toyota a, par exemple, annoncé en avril 1989 un projet d'investissement d'un montant de 700 millions de livres dans le Derbyshire (RU), destiné à produire 200 000 voitures par an à partir de 1994 (*The Economist*, 20-26 mai 1989).

(15) Les investissements allemands en France s'élevaient en moyenne annuelle à 2 861 millions de marks dans les années 1975-1979, contre 626 millions en 1983. Dans le même temps, les investissements français en RFA passaient de 1 270 millions de marks à 235 millions.

Notons toutefois que le volume d'investissements directs des pays européens et son pourcentage dans le total mondial sont caractérisés par un trend croissant, alors que les flux en provenance de pays extra-communautaires ont eu, au contraire, récemment tendance à décroître (tableau 12).

12. Flux d'investissements directs à l'étranger et en provenance de l'étranger (entre parenthèses) — Répartition en pourcentage du total de la période — 1975-1979 et 1980-1983

	1975-1979		1980-1983	
	out	in	out	in
Belgique-Luxembourg	2,3	(7,6)	0,4	(4,8)
Danemark	0,6	(1,6)	0,8	(0,3)
France	8,1	(14,0)	14,7	(7,9)
RFA	12,5	(8,1)	15,5	(4,8)
Italie	1,8	(4,1)	6,2	(3,1)
Pays-Bas	8,4	(5,4)	8,9	(4,0)
Portugal	0,6	(0,5)	1,3	(0,5)
Espagne	0,5	(5,5)	1,6	(5,8)
Royaume-Uni	8,7	(6,3)	14,6	(6,3)
CEE total	43,5	(53,1)	64,0	(36,5)
Etats-Unis	27,0	(28,9)	- 20,0	(52,6)
Japon	19,2	(2,0)	34,5	(2,5)

Source : OCDE, 1987.

Dans ce panorama assez général des tendances des investissements directs au sein de la Communauté, le cas de l'Espagne constitue une exception à laquelle la section suivante sera consacrée.

13. Investissements directs étrangers

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Grèce	672	520	436	439	485	447	471	683
Espagne	1 182	1 436	1 272	1 379	1 523	1 718	3 073	-
Portugal	143	155	136	123	186	232	239	327

Grèce : en milliards de drachmes.
 Espagne : en milliards de pesetas.
 Portugal : en milliards d'escudos.

Source : FMI.

Ce redéploiement de la capacité productive au sein de la CEE s'est opéré essentiellement au profit des pays récemment intégrés à la Communauté. Alors que la France, l'Italie, la RFA et le Royaume-Uni sont exportateurs nets d'investissements directs à l'étranger, la Grèce, le Portugal et l'Espagne enregistrent un solde positif de leurs IED. Une telle évolution présente pour ces pays le double avantage de compenser dans de nombreux secteurs-clés la faiblesse relative de leur base industrielle et d'améliorer des balances des paiements menacées par l'abolition des droits de douane.

Le cas de l'Espagne

Le pays qui a le plus attiré les investisseurs européens est, sans aucun doute, l'Espagne. Il ne s'agit pas d'un phénomène entièrement nouveau : les filiales de sociétés étrangères avaient déjà joué un rôle important dans la renaissance de l'économie espagnole pendant les années soixante. Les flux d'investissement étranger avaient, cependant, considérablement faibli après le premier choc pétrolier et au cours de la période d'incertitude qui suivit la mort de Franco. L'adhésion à la CE, en restaurant la confiance, a relancé ce mouvement, comme en témoigne la coïncidence de la brusque augmentation des investissements directs en Espagne en 1986 et de l'entrée officielle de ce pays dans la Communauté (tableau 14). Alors que les investissements dans l'immobilier reflètent l'importance de l'industrie du tourisme, l'augmentation du montant des investissements en portefeuille s'explique, en partie, par la libéralisation des mouvements de capitaux et par des phénomènes spéculatifs.

14. Investissements étrangers en Espagne

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Investissements directs → en % de l'investissement brut fixe	1 014 2,7 %	847 2,7 %	971 3,3 %	966 3,1 %	2 023 4,4 %	2 604 4,3 %
Portefeuille	8	50	229	483	1673	3521
Immobilier	663	793	658	937	1365	1793
Autres	125	8	- 55	44	51	152
Total → en % de l'investissement brut fixe	1 810 4,8 %	2 528 5,5 %	1 803 6,8 %	2 430 7,8 %	5 103 11,2 %	8 070 13,5 %

Source : Banco de Espana, Contabilidad Nacional de Espana, Confederacion Espanola de Organizaciones Empresariales.

Mais la plus grande partie des nouveaux investissements directs est allée au financement de la croissance des filiales étrangères (61 % d'après une enquête récente de l'*Economist Intelligence Unit*, 1989). La part des rachats d'entreprises espagnoles a aussi enregistré une hausse brutale (passant à 29 % du total des investissements étrangers directs) entre 1985 et 1987, confirmant les tendances générales observées dans l'ensemble de la Communauté (cf. *supra*). Mais, à la différence des pays anciennement membres de la CE, l'Espagne a vu l'augmentation du nombre des acquisitions s'accompagner de celle du volume des investissements directs étrangers et de l'investissement en capacités productives nouvelles.

Les pays européens membres de la CE ont pris une part prépondérante dans cette évolution, alors que la proportion, sinon la valeur absolue, de l'investissement américain s'est considérablement réduite : en 1982, les compagnies américaines réalisaient 26 % du total des investissements étrangers en Espagne ; en 1987 leurs investissements ne représentaient plus que 7,4 % du total. Le pourcentage des principaux partenaires européens (RFA, Belgique, France, Pays-Bas, Royaume-Uni, Italie) est, quant à lui, passé de 34 % en 1982 à 64 % en 1987 (tableau 15).

**15. Investissements étrangers en Espagne, par pays
1982-1987, en milliards de pesetas**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
RFA	18,9	20,7	26,9	28,9	104,5	26,8
Belgique	1,0	1,6	3,4	3,9	11,5	33,5
France	8,0	29,3	15,6	28,8	25,1	50,1
Pays-Bas	16,3	10,5	18,4	20,0	30,5	122,5
Italie	2,0	4,5	4,3	6,3	25,3	67,1
Royaume-Uni	10,3	10,9	20,7	18,3	28,0	45,4
Suisse	35,4	14,4	22,5	21,7	21,1	61,1
Etats-Unis	42,3	18,5	35,0	62,3	32,1	40,1
Japon	3,5	4,2	15,6	14,1	9,9	33,3
Autres	24,7	24,3	75,4	35,8	52,0	60,5
Total en milliards de pesetas	162,4	138,9	237,8	240,1	314,9	540,3
Total en millions de dollars	1 478	968	1 479	1 412	2 242	4 375
Espagne*	20,4	19,3	33,0	40,0	86,0	187,0

(*) Augmentations de capital ou acquisitions par des filiales de compagnies étrangères établies en Espagne.

Source : *Economist Intelligence Unit*: «Spain to 1992».

La RFA et les Pays-Bas ont été les investisseurs les plus importants en Espagne dans la période 1986-1987 et, parmi les pays non-membres, la Suisse et le Japon ont largement augmenté leur pénétration. Ainsi le Japon multiplie par dix entre 1982 et 1987 son investissement direct en Espagne — à partir il est vrai d'un niveau initial relativement faible qui ne représente en 1987 que 1/18^{ème} de l'investissement étranger total — alors que les Pays-Bas y contribuent pour un quart ⁽¹⁶⁾. Son adhésion à la CE fait donc de l'Espagne un pays hôte par excellence pour les firmes qui auraient autrement à franchir les barrières douanières de la Communauté.

Malgré son importance, l'investissement étranger en Espagne ne suffit pas à résoudre les problèmes de long terme de la balance des paiements. Sa contribution majeure au fonctionnement de l'économie espagnole est qu'il améliore son niveau technologique et qu'il accélère la modernisation des pratiques productives du pays.

Le secteur industriel espagnol connaît aussi un problème de structure : nombre excessif de très petites entreprises, et faible proportion d'entreprises de taille moyenne. Parmi les grandes firmes (et surtout parmi celles qui sont spécialisées dans la haute technologie), les filiales de sociétés étrangères dominent. La restructuration en cours de l'industrie aura pour conséquence inévitable un taux de « mortalité » élevé parmi les petites entreprises, à mesure que la pénétration des importations en provenance de pays membres de la Communauté s'accroîtra. Des fusions et acquisitions pourraient aider les petites entreprises à atteindre la taille critique leur permettant d'être compétitives ⁽¹⁷⁾.

(16) Ce n'est pas l'Espagne, mais le Royaume-Uni qui accueille la plus grande partie des investissements japonais en Europe ; et même le montant des investissements japonais en France excède celui investi en Espagne.

L'Espagne, quant à elle, investit peu à l'étranger : moins de 700 millions de dollars, pour l'essentiel en dehors de l'Europe (Etats-Unis — Puerto Rico notamment —, Amérique latine) ; l'investissement espagnol en France ne représente, en revanche, que 4 % du flux total sortant d'Espagne.

(17) Les petits producteurs espagnols ne paraissent cependant pas suffisamment dynamiques pour s'engager dans cette voie :

« Leur introversion, leur manque de dynamisme et, plus généralement, leur conduite archaïque des affaires signifient qu'ils n'ont pas un rôle aussi crucial dans l'économie que, par exemple, les petites entreprises italiennes dans la leur. Le paternalisme de la dictature franquiste et la tradition isolationniste de l'Espagne n'ont pas fait naître l'esprit d'entreprise qui est essentiel au succès en la matière. Il y a toutefois des exceptions, notamment dans le Pays Basque et en Catalogne. »

16. RFA : politique de rachat d'entreprises dans la sidérurgie, 1979

Nombre total de rachats	26
dont :	
— à l'intérieur de la branche	4
— dans l'industrie mécanique	10
— dans d'autres secteurs	12

Source : OCDE, Rapport annuel sur les politiques de concurrence.

17. RFA : entreprises rachetées par secteur, 1979

	Nombre total	Nombre de fusions horizontales du travail*	Taux de croissance de de productivité
Industrie mécanique	43	16	4,9 %
Industrie chimique	42	27	4,6 %
Industrie agro-alimentaire	36	23	0,3 %

(*) Taux moyen 1975-1981.

Source : OCDE, Rapport annuel sur les politiques de concurrence.

18. Subventions européennes à la sidérurgie : 1980-1985 en millions de dollars au taux de change de mai 1986

	Investissement	Recherche	Fermeture	Fonctionnement	Urgences	Total
Belgique	732	—	120	3 104	12	4 335
Danemark	13	—	—	69	—	82
RFA	1 141	166	630	1 978	—	3 914
Grèce	—	—	—	—	—	—
France	3 095	—	308	5 205	702	9 309
Irlande	—	—	—	269	—	269
Italie	4 079	39	231	9 761	—	14 110
Luxembourg	448	—	15	179	—	643
Pays-Bas	238	—	—	226	—	464
Royaume-Uni	1 821	50	1 055	2 818	—	5 743
Total	11 567	255	2 359	23 975	714	38 869

Source : Commission des Communautés européennes.

Les acquisitions dans certains branches manufacturières ⁽¹⁸⁾

Pour éclairer certaines tendances, nous passerons en revue, en les commentant, les données relatives à deux branches : la sidérurgie et la chimie.

L'industrie de l'acier

L'industrie sidérurgique allemande, au lendemain du premier choc pétrolier, constitue un cas type d'utilisation de la fusion comme modalité d'une restructuration. Relativement épargnée pendant les toutes premières années de la crise — la productivité continue d'y croître à 3,4 % l'an de 1973 à 1975, contre 1,1 % pour l'ensemble du secteur manufacturier — la sidérurgie allemande voit sa situation se dégrader profondément de 1975 à 1981, avec un recul de la productivité (- 3,1 % contre une croissance de 3,2 % pour le secteur manufacturier) ⁽¹⁹⁾.

Deux stratégies furent alors utilisées par les firmes allemandes, celle des fusions horizontales et celle des fusions verticales.

Le comportement des entreprises ne peut être analysé indépendamment des politiques publiques qui en étaient le contexte. Les données fournies par la Commission concernant les subventions gouvernementales versées aux producteurs sidérurgiques entre 1980 et 1985 révèlent que les gouvernements nationaux ont encouragé l'augmentation du stock d'équipements productifs en dépit d'un excédent croissant de capacité. Aiguillonné par les contraintes politiques, essentiellement en terme d'emploi, pesant sur la restructuration des grands groupes, le système des subventions a soutenu une coûteuse politique de rachats et de fusions. Il est peu probable que ces fusions aient abouti à l'éviction d'équipes de direction inefficaces dans un secteur où l'ensemble des dirigeants se sont montrés assez peu performants.

(18) Les données disponibles ne permettent malheureusement pas la reconstitution précise des événements et ne la permettront pas tant qu'un système unifié d'enregistrement et d'approbation juridique ne sera pas imposé dans tous les Etats-membres.

(19) L'industrie chimique allemande, par contre, a subi une baisse de productivité apparente du travail de - 6,2 % en 1974-1975.

Dans un contexte où une croissance annuelle du PIB inférieure à 6 % signifiait une réduction de la demande interne d'acier, les relations entreprises/gouvernement ont pris la forme d'un jeu stratégique dans lequel la capacité inutilisée a fait office de «signal crédible» destiné à peser sur l'octroi des subventions⁽²⁰⁾. Un tel jeu a abouti en France en 1982 à une concentration de 80 % de la production d'acier entre les mains des deux premiers producteurs (contre 59,8 % en 1973). Une telle situation d'excédents de capacité a rendu par ailleurs inopérant l'effet d'économies d'échelle généralement invoqué pour justifier les fusions horizontales. Au surplus les dernières décennies ont vu le développement de nouvelles technologies fondées sur de petites unités (les «*minimills*») utilisant les matières premières recyclées, donc moins chères, et supportant des coûts fixes d'administration peu élevés (Schorch, 1987).

Les fusions verticales et les diversifications d'activité furent aussi subventionnées. Dès 1979 un mouvement de diversification des activités était à l'œuvre dans l'industrie sidérurgique allemande. Les métiers de transformation de l'acier ne représentaient pas plus de 35 à 40 % de l'activité totale de Thyssen, Krupp et Mannesmann, alors que leurs homologues européens — BSC au Royaume-Uni, Finsider en Italie et Usinor en France — s'engageaient dans la production d'aciers spéciaux. Commencée trop tard, alors que leurs situations financières étaient déjà dégradées par la crise, la politique de diversification de ces derniers n'a pu trouver de partenaires et aboutir à des fusions significatives.

S'agissant de l'intégration verticale, il est probable que les producteurs bénéficieront dans l'avenir des rachats de sociétés de distribution et d'entreprises de branches situées en aval du processus de production (ingénierie, construction mécanique)⁽²¹⁾, à condition toutefois que celles-ci ne perdent pas toute autonomie dans le choix de leurs approvisionnements et puissent préserver leur compétitivité en conservant un accès libre au marché des matières premières.

(20) Rappelons cependant que les gouvernements ont de leur côté, imposé des contraintes et orienté les investissements de ces entreprises dans des directions erronées. Ainsi pour Meny et Wright (1985) l'achat contraint de Fos a-t-il contribué à la faillite d'Usinor. Les mêmes auteurs citent M. Mayoux président de Sacilor, l'autre groupe sidérurgique français, qui, se référant au plan de 1978, inspiré par l'Etat, admet : «*Il y avait toute une série d'investissements qui étaient, je dirais, malsains, mais qui se poursuivirent pour des raisons politiques... Je savais que, dans la sidérurgie, nous étions en train d'investir dans la mauvaise direction. Je l'ai dit, je l'ai écrit, et j'ai même refusé de mettre en œuvre des investissements qui étaient prévus*».

(21) Parmi les acquisitions réalisées, les achats d'entreprises d'ingénierie mécanique revêtent le double caractère de l'intégration verticale (il s'agit de clients de l'acheteur) et de la diversification (elles sont plus innovatrices et ont des perspectives de profit généralement supérieures).

L'industrie chimique ⁽²²⁾

Alors que dans l'industrie chimique une politique d'achat à un rythme soutenu a été mise en œuvre depuis 1982, la formation de capital brut en volume n'y a pas été plus élevée que la moyenne du secteur manufacturier (tableau 19). Là encore, il semble que les fusions se soient substituées à la création d'équipements nouveaux.

19. Formation brute de capital fixe dans l'industrie chimique et dans l'industrie manufacturière de plusieurs pays européens 1977-1985 — Indice de volume 1980 = 100

	Industrie chimique			Industrie manufacturière		
	RFA	France	Italie	RFA	France	Italie
1977	98,9	97,7	173,8	82,0	73,0	69,5
1978	90,1	93,1	205,9	83,6	83,3	90,3
1979	94,8	101,3	167,9	93,3	91,2	103,7
1980	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1981	97,6	90,7	121,7	94,6	100,9	90,3
1982	86,3	82,4	81,4	85,0	102,9	93,7
1983	81,1	79,2	—	86,0	96,4	72,8
1984	83,4	89,2	—	85,9	84,3	79,2
1985	—	96,3	—	—	88,4	—

Source : OCDE.

L'une des caractéristiques majeures de l'industrie chimique européenne est sa dépendance vis-à-vis des marchés d'exportation, au premier rang desquels le marché américain. Or récemment les sociétés européennes ont acquis un nombre important d'entreprises américaines de grande dimension. Pour ne mentionner qu'un cas, l'absorption de Celanese par Hoechst a placé ce dernier au sixième rang du marché Nord-américain. Il faut donc attendre de ce mouvement d'acquisitions aux Etats-Unis un accroissement des parts de marché des multinationales européennes, mais aussi une réduction apparente des exportations de produits chimiques européens (tableau 20).

De 1980 à 1986 l'investissement direct à l'étranger des firmes chimiques américaines a augmenté de 21 %, passant de 19 à 23 milliards de dollars. Dans le même temps, l'investissement étranger aux Etats-Unis augmen-

(22) L'importance de l'industrie chimique en termes de valeur ajoutée (en pourcentage du total du secteur manufacturé) est considérable dans la plupart des pays membres de la CE. Par ordre décroissant, en pourcentage, on trouve les Pays-Bas, la RFA, le Danemark, l'Italie, la France, le Royaume-Uni.

**20. Fusions et acquisitions importantes dans l'industrie chimique
Ensemble du monde : 1985-1987**

Pays d'origine de l'acquéreur	Pays de l'entreprise rachetée	Nombre
Etats-Unis	Etats-Unis	17
Membre des CE	Même pays	6
Membre des CE	Autre membre des CE	7
Etats-Unis	Membre des CE	3
Membre des CE	Etats-Unis	18
Japon	Etats-Unis	2
Etats-Unis	Japon	0
Membre des CE	Japon	0
Total		57
Dont:		
	– horizontales	28
	– verticales	6
	– conglomérats	13
	– non-classées	10

Source : calculs de l'auteur sur données de la Commission des CE.

tait de 120 %, s'élevant de 10,4 à 23 milliards de dollars, évolution largement dominée par les investissements en provenance d'Europe, qui sont passés de 8,2 à 18,3 milliards de dollars, soit une progression de 124 %.

La perspective d'une stagnation de la demande de produits chimiques à l'intérieur de la Communauté, l'intensification de la concurrence en Europe en vue de l'échéance de 1992, la baisse du dollar (sur la période considérée), la perspective de pénétrer sur le marché le plus important du monde, et la nécessité d'être présent dans le pays où la chimie est la plus innovatrice, ont constitué les déterminants principaux de cette vague d'achats et de fusions aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les fusions intra-communautaires, elles aboutissent, d'après les sources de la Commission des CE, à une augmentation de la concentration dans bon nombre de marchés spécifiques. Rien ne permettant d'affirmer que les usines installées n'ont pas encore atteint leur taille optimale, il semble que l'on puisse expliquer ces fusions horizontales non par le souci de réaliser des économies d'échelle, mais par le désir d'établir un pouvoir de marché, ou encore par la perspective d'une demande décroissante. Ces deux hypothèses apparaissent également plausibles. La réduction possible des marges de profit dans l'avenir ne saurait être due à l'entrée de nouveaux producteurs extra-communautaires, dans la mesure où les produits chimiques japonais n'ont jamais constitué un problème pour les producteurs européens, et où les importations en provenance des Etats-Unis sont plus que compensées par les exportations en sens opposé.

Conclusion

La plupart des industries européennes se trouve aujourd'hui en phase de restructuration rapide dont il résultera une croissance du nombre de firmes multinationales, et une concentration accrue sur de nombreux marchés.

Dans nombre de cas, la volonté de réaliser des économies d'échelle n'est pas la motivation des fusions d'entreprises. La recherche d'un surcroît de rentabilité par la diversification des activités (sidérurgie), ou le maintien d'une position dominante (chimie), constituent des mobiles autrement puissants. Mais c'est, semble-t-il, la crainte diffuse d'une pénétration accrue des marchés européens par des producteurs extra-communautaires et la perspective d'une intensification de la concurrence entre firmes résidentes, qui constituent les motivations les plus fréquemment invoquées.

Les conséquences sur l'emploi de ce mouvement de restructuration apparaissent peu encourageantes. Le plus fréquemment, parce que les fusions se sont substituées à des investissements en équipements nouveaux, elles n'ont pas servi à l'expansion de la capacité productive et de l'emploi. Les nombreuses acquisitions, par des firmes européennes du secteur de la chimie, d'unités de production aux Etats-Unis contribueront à une baisse des exportations vers ce pays et seront probablement utilisées pour approvisionner d'autres marchés, y compris l'Europe.

On peut espérer que ces sombres perspectives se révéleront néanmoins erronées. Pour l'essentiel, le mouvement dont nous avons rendu compte s'est produit alors que l'Europe connaissait une période de récession. Des investissements de capacité auraient probablement contribué davantage à l'émergence de capacités excédentaires, qu'à la préparation de l'avenir. D'autre part la complexité de l'organisation industrielle ne permet pas de bien juger du surcroît de rentabilité suscité par les fusions.

Références bibliographiques

- ACS Z.J. et AUDRETSCH D.B., 1988 : «Innovation in Large and Small Firms : An Empirical Analysis», *American Economic Review*, 78, 678-690.
- ADAMS W., 1987 : «Economic Power and the Constitution», *Challenge*, juillet/août.
- ADAMS W. et BROCK J., 1986 : *The Bigness Complex*, New-York, Pantheon Books.
- BAIN J.S., 1956 : *Barriers to New Competition*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- BLAIR J., 1972 : *Economic Concentration*, New York, Harcourt Brace Jovanovich.
- BRADLEY M., DESAI A. et KIM E.H., 1988 : «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms», *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- BROCK J., 1987 : «Bigness is the Problem, not the Solution», *Challenge*, juillet/août.
- CABLE J.R., BELFREY J.P.R. et RUNGE J.W., 1980 : «Germany», in Mueller D.C. (ed.): *The Determinants and Effects of Mergers*, Cambridge, Mass: Oelgeschager.
- CANTWELL J., 1988 : «The Reorganization of European Industries after Integration : Selected Evidence on the Role of Multinational Enterprise Activities», in Dunning et Robson (eds.), *op. cit.*
- DASGUPTA P. et STIGLITZ J., 1980 : «Uncertainty, Industrial Structure and the Speed of R & D», *The Bell Journal of Economics*, 11, 1-28.
- DIXIT A., 1980 : «The Role of Investment in Entry Deterrence», *Economic Journal*, 90, 95-106.
- DONSIMONI M.P., GABSZEWICZ J.J. et ANDERSON S., 1989 : «International Cournot Oligopoly», *International Economic Review*, à paraître.
- DUNNING J.H. et ROBSON P. (eds.), 1988 : *Multinationals and the European Community*, Oxford, Basil Blackwell.
- DUNNING J.H., 1988 : «Multinational Corporate Integration and Regional Economic Integration», in Dunning et. Robson (eds.), *op. cit.*
- EASTERBROOK, F.M. et JARRELL G.A., 1984 : «Do Targets Gain from Defeating Tender Offers ?», *New York University Law Review*, 59, 277-299.

- Economist Intelligence Unit, 1988 : «Spain to 1992: Joining Europe's Mainstream», Special Report n° 1138 de Mark Hudson et S. Rudcenko, Londres : Economist Intelligence Unit Limited.
- Economist Intelligence Unit, 1988 : «The Truck Industries of Western Europe», Economist Intelligence Unit, Automotive Special Report n° 15 de M.C. Pearce, Londres : Economist Intelligence Unit Limited.
- CE : divers rapports sur la politique de la concurrence, Luxembourg : Bureau des publications officielles des Communautés.
- FAIRBURN J.A., et KAY J.A. (eds.), 1989 : *Mergers & Merger Policy.*, Oxford, Oxford University Press.
- FIRTH, 1979 : «The Profitability of Take-Overs and Mergers», *Economic Journal*, 89, 316-328.
- FRIEDMAN J., 1984 : *Oligopoly Theory*, Cambridge : Cambridge University Press.
- GREENAWAY D., 1989 : «Intra-Industry Trade, Intra-Firm Trade and European Integration: Evidence, Gains and Policy Aspects», in Dunning et Robson (eds.), *op.cit.*
- GORT M., 1969 : «An Economic Disturbance Theory of Mergers», *Quarterly Journal of Economics*, 624-642.
- HUGHES A., MUELLER D. et SINGH A., 1980 : «Hypothesis about Mergers», in Mueller (ed.) *The Determinants and Effects of Mergers*, *op. cit.*
- JARREL G.A., BRICKLEY J.A. et NETTER J.M., 1988 : «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence», *Journal of Economic Perspectives*, 2, 49-68.
- JENNY F. et WEBER P., 1980 : «France 1962-1972», in Mueller (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers*, Cambridge, Mass. : Oelgeschager.
- JENSEN M.C., 1988 : «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-40.
- KING M., 1989 : «Take-over Activity in the United Kingdom», in Fairburn. et Kay (eds.) : *Mergers & Merger Policy*, *op. cit.*
- LEWELLEN, M.G., 1971 : «A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger», *The Journal of Finance*, 26, 521-537.
- LINTNER J., 1971 : «Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets», *American Economic Review* ; 61, 101-111.
- MARFELS C., 1988 : *Recent Trends of Concentration in Selected Industries of the European Community, Japan, and the US*, Luxembourg : Bureau des publications officielles des Communautés.

- MEEKS' G., 1977 : *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Mergers*, Cambridge, Cambridge University Press.
- MUELLER D.C., 1986 : *Profits in the Long Run.*, Cambridge, Cambridge University Press.
- MUELLER D. et SINGH A., 1980 : «Mergers, Concentration and Competition in Advanced Capitalist Economies: An International Perspective», in Mueller (ed.) : *The Determinants and Effects of Mergers*, Cambridge : Oelschlager, Gunn et Hain.
- OCDE, 1987 : «Recent Trends in International Direct Investment», *International Investment and Multinational Enterprises*, Paris.
- OCDE, 1988 : *Economic Surveys*, RFA (1987-1988), Paris.
- OCDE, 1988 : *Economic Surveys* , Espagne (1987-1988), Paris.
- OCDE, 1989 : *Economic Surveys* , France (1988-1989), Paris.
- PHLIPS L., 1987 : *Predatory Pricing*, Luxembourg : Bureau des publications officielles des Communautés.
- PHLIPS L., 1983 : *The Economics of Price Discrimination*, Cambridge, Cambridge University Press.
- SHERER F.M., 1970 : *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Chicago, Rand McNally College.
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W., 1988 : «Value Maximization and the Acquisition Process», *Journal of Economic Perspectives*, 2, 7-20.
- SCHMALENSEE R., 1972 : *The Economics of Advertising*, Amsterdam, North-Holland.
- SHORSCH L., 1987 : «Can Big Steel Change Bad Habits ?», *Challenge*, Juillet/Août, 32-40.
- SINGH A., 1971 : *Takeovers : Their Relevance to the Stock Market and to Economic Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.
- SMITH A. et VENABLES J., 1988 : «The Costs of Non-Europe: An Assessment Based on a Formal Model of Imperfect Competition and Economies of Scale», Luxembourg, Bureau des publications officielles des Communautés.
- SPENCE M., 1977 : «Entry, Investment and Oligopolistic Pricing», *The Bell Journal of Economics*, 8, 534-534.
- STEIN J.C., 1988 : «Takeover Threats and Managerial Myopia», *Journal of Political Economy*, 96, 1. 61-80.

DE WOOT P., 1988 : *Les entreprises de haute technologie et l'Europe*, Paris, Economica.

WILLIAMSON O., 1985 : *The Economic Institutions of Capitalism*, New-York, Free Press.