

Quelles leçons peut-on tirer de la fusion Sanofi-Aventis ?

Mohammed IBRAHIMI

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Casablanca (Maroc)

moham.ibrahimi@gmail.com

Abdellatif Taghzouti

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Fès (Maroc)

Résumé :

Ce papier retrace l'histoire des différentes facettes de l'OPA Sanofi-Synthélabo sur Aventis sous la projection de la recherche scientifique en se concentrant d'avantage sur trois périodes : avant, pendant et après l'opération. Ainsi, il met en avant la stratégie de fusion-absorption adoptée par l'acquéreur en étudiant le choix de la cible, le déroulement de l'OPA, la stratégie de communication et de riposte, la création de valeur actionnariale, le choix du futur management, la stratégie d'intégration et la performance post-fusion. Enfin, le classement mondial et la taille de l'initiateur par rapport à la cible rendent cette opération plus riche en enseignements.

Mots-clés : Fusions, acquisitions, création de valeur, performance

Quelles leçons peut-on tirer de la fusion Sanofi-Aventis ?

Introduction

La fusion ou l'acquisition (F&A) d'entreprises, en conférant au nouvel ensemble une taille nettement supérieure à celle d'avant l'opération, consiste en une acquisition totale ou partielle, par différents moyens, de titres d'une entreprise, en acquérant ainsi des actifs déjà combinés et organisés, prêts à fonctionner. Suivant ce sens, l'OPA de Sanofi-Synthélabo sur Aventis consiste en une fusion-absorption aboutissant à la disparition et la transmission du patrimoine totale d'Aventis vers Sanofi-Synthélabo. Elle est riche en enseignements puisqu'elle met au clair tous les événements ayant entouré cette opération pendant les huit mois de bataille. Bien entendu, huit mois de guerre de communication avec plusieurs adversaires, de rédaction de rapports, d'élaboration de stratégies de ripostes, de programmations de réunions, de contacts d'alliés financiers et juridiques, d'envoi de signaux aux actionnaires... Ce papier se trouve donc à la croisée des chemins, il traite la stratégie financière, la gouvernance d'entreprise et la création de valeur financière et stratégique.

Cette OPA a marqué les esprits dans la mesure où, d'une part, la société absorbée représente deux fois la taille de l'absorbante, et d'autre part, cette opération a permis à la nouvelle entité de grimper de la 14^{ème} place à la 3^{ème} place mondiale et à la 1^{ère} européenne dans le domaine pharmaceutique.

En effet, l'industrie pharmaceutique a connu des importantes restructurations pendant ces deux dernières décennies faisant émerger des géants comme GSK, Pfizer et Sanofi-Aventis. De 1988 à 2000, le montant total des F&A dans ce secteur a dépassé les 500 milliards de dollars (Danzon et al., 2004). Dès lors, les F&A peuvent être considérées comme un mode de croissance et de restructuration des groupes pour redéployer les éléments matériels et immatériels et distinguer le plus rentable du moins rentable. Leur objectif principal est la réalisation de synergie qui dépend souvent de la capacité de la nouvelle entité à gâter les économies inexploitées de chaque fonction.

Elles représentent une importance capitale dans la politique de développement de l'entreprise. Elles permettent la réalisation de synergie opérationnelle et financière (Seth, 1990 ; Smith et Kim, 1994), une meilleure utilisation des actifs (Healy et al., 1992 ; Shleifer et Vishny, 2003)

et du potentiel fiscal (Jensen et Ruback, 1983), la maîtrise des chocs industriels (Mitchell et Mulherin, 1996), un accroissement rapide de la taille, un accès aux connaissances et compétences stratégiques, une valorisation boursière supérieure (Commissariat Général au Plan, 2002) et une augmentation de la part de marché et des barrières à l'entrée en réduisant la pression concurrentielle (Porter, 1986 ; Mueller, 1992).

Toutefois, la réussite de l'opération ne dépend pas toujours uniquement de la volonté des entités concernées mais aussi de la volonté de leurs partenaires comme c'est le cas de Sanofi-Aventis. Le choix donc de la cible ainsi que la préparation de l'opération doivent être fait avec une grande prudence. La création de valeur, l'intégration de l'entreprise acquise et la performance post-acquisition sont ensuite des étapes cruciales qui pourraient retenir l'attention de l'équipe dirigeante au dépend d'autres possibilités de croissance. Ce papier s'inscrit dans cette logique en présentant les trois grandes étapes de cette opération, à savoir : avant l'OPA, pendant l'OPA et après l'OPA.

1. AVANT L'OPA

1.1. L'évolution de Sanofi-Aventis

Le groupe Sanofi a été créé suite à la prise de contrôle de la société pharmaceutique Labaz par le groupe Elf-Aquitaine en 1973. En 1999, Sanofi fusionne avec Synthélabo (filiale de L'Oréal créée en 1970) propulsant le nouveau groupe à la 2^{ème} place française et à la 14^{ème} place mondiale. Désormais, le capital du nouveau groupe est détenu par Elf-Aquitaine (35,2%), L'Oréal (19,6%) et le public (43,6%). Concernant le groupe Aventis, il est issu du rapprochement, en 1999, entre l'allemand Hoechst et le français Rhône-Poulenc. Tout comme Sanofi-Synthélabo, il fait partie du CAC40. En 2003 le groupe était classé 1^{er} en France et 7^{ème} mondial dans le secteur pharmaceutique. Aventis est une société anonyme financée par action. Son capital social est détenu principalement par le public (80,2%) et par le Groupe Kuwait Petroleum (13,5%).

Comme le montre le tableau ci-dessous, avec seulement la moitié de la taille d'Aventis, Sanofi comptabilisait en 2003 un résultat net de 2.079 millions d'euros contre 1.901 millions d'euros pour Aventis. En conséquence, un investisseur "sanofiste" gagne plus qu'un investisseur "aventiste" (2,95€ contre 2,42€ par action). En plus, la trésorerie nette de cette

dernière n'était que de 828 millions d'euros, alors que celle de Sanofi était 3 fois supérieure (2.465 millions d'euros). A cause aussi de la baisse du CA, Aventis a augmenté ses dettes totales afin de couvrir ses besoins en liquidité. Elle s'est retrouvée en 2003 avec un endettement total de 49,71% contre 5,82% pour Sanofi.

Tableau 1 : Caractéristiques financières des deux groupes

Données (M = millions d'euros)	Sanofi-Synthélabo		Aventis	
	2002	2003	2003	2002
Effectif au 31/12	32 436	33 086	75 567	77 858
Chiffre d'affaires en M	7 448	8 048	17 815	20 622
Capital social en M	1 465	1 466	3 065	3 054
Capitaux propres en M	6 035	6 323	9 753	10 490
Trésorerie nette en M	2 765	2 465	828	756
Total bilan en M	9 459	9 749	28 277	31 073
Résultat opérationnel en M	2 614	3 075	3 670	2 830
Résultat net en M	1 846	2 079	1 901	2 091
Bénéfice par action	2,42	2,95	2,42	2,64
Taux d'endettement total*	6,89%	5,82%	49,71%	33,42%
* Dettes financières/capitaux propres				

D'après le rapport d'activité de 2003 de Sanofi, on constate une augmentation très significative de la rémunération des auditeurs externes. Leurs missions accessoires passent de 823K€ en 2002 à 1.650K€ en 2003 et les autres prestations passent de 135K€ en 2002 à 476K€ en 2003. Des augmentations qui dépassent les 100%. En effet, durant les huit premiers mois de 2003, quelques dirigeants de Sanofi-Synthélabo et banquiers de Merrill Lynch se rencontrent pour étudier une éventuelle fusion avec Aventis. Mais à partir de septembre, ils revoient leur stratégie et se concentrent sur l'étude d'une OPA. Le groupe ajoute alors à Merrill Lynch la BNP Paribas, sept autres établissements bancaires et cinq cabinets d'avocats¹.

1.2. Le choix de la cible

Généralement, l'objectif de l'initiateur d'une OPA est de s'approprier le gain inhérent à une cible sous-évaluée par le marché et de bénéficier de synergies de gestion par un meilleur contrôle d'une cible mal gérée (Damodaran, 2001). Quand il s'agit donc d'une OPA hostile sur un concurrent, le choix de la cible dépend de deux facteurs : le gain d'efficience réalisable

¹ Bayle N. et Cosnard D., "Sanofi préparait son offensive depuis un an", Les Echos, 02/02/04.

à partir d'une cible moins efficiente et l'avantage de transiger avec une cible plus efficiente au pouvoir de négociation moindre (McCardle et Viswanathan, 1994).

Cependant, le lancement d'une OPA sur un concurrent plus grand pourrait se résulter par le fait que ce dernier utilise la même technique en annonçant une OPA sur l'initiateur. L'exemple de l'OPA de BNP sur la Société Générale en 1999 illustre bien ce dessein. Pour éviter ce genre de menaces, le choix de la cible peut être ainsi orienté vers des entreprises très endettées (Garvey et Hanka, 2001) ou vers des entreprises moins performantes avant l'OPA (Martin et McConnell, 1991) afin de convaincre facilement leurs actionnaires de changer de dirigeants en apportant volontairement leurs actions à l'acquéreur.

Toutefois, dans des secteurs intensifs en innovation et brevets, le choix de la cible répond à d'autres critères puisque la vraie difficulté réside dans la capacité à renouveler constamment les produits pour mieux résister à la concurrence. A ce titre, Blonigen et Taylor (2000) et Desyllas et Hughes (2005) ont constaté que les acquisitions dans ces domaines sont motivées par un retard technologique de l'initiateur. Ce constat est confirmé par Danzon et al. (2004) et Ornaghi (2005) dans le secteur pharmaceutique en déduisant que l'acquéreur procède à des rachats de firmes plus innovantes mais en manque de liquidité afin de compenser sa faible capacité à innover. D'ailleurs, Boisson et al. (2001), en analysant la fusion de Rhône-Poulenc et Hoechst en 1999 qui a donné naissance à Aventis, notaient qu'une telle approche négociée soit le résultat d'un effort pour éviter de tomber sous la domination d'un tiers. Ils ajoutent que ces deux groupes sont confrontés à la concentration du secteur des sciences de la vie et sont, donc, potentiellement une cible pour un acquéreur hostile.

Le cas de Sanofi-Synthelabo correspond à ces conclusions en sachant que le brevet du Plavix représentant 20% de son chiffre d'affaires arrivait à échéance. Pour compenser cette faible capacité à innover et faire face à la concurrence, Sanofi profite de la dégradation financière d'Aventis (très endettée, moins performante, en manque de liquidité et ayant un capital très dispersé) pour transmettre le 7 janvier son projet à la commission européenne et annoncer le 26 janvier son OPA² hostile sur Aventis. Le 3 février, l'AMF juge l'offre publique recevable et accorde son visa le 13 février décidant que l'offre se termine à la même date dans les 3 pays de cotation d'Aventis (Etats-Unis, Allemagne et France).

² Elle combine OPE à 81% et OPA à 19% avec 60,43€ pour chaque action Aventis.

2. PENDANT L'OPA

De la première rumeur (14 janvier) à la date de clôture (30 août), cette OPA a été marquée par plusieurs événements, pas moins d'une trentaine : les rumeurs, l'annonce officielle, les stratégies de défense d'Aventis, les ripostes de Sanofi, les interventions du gouvernement, les interventions de l'AMF, les interventions de la commission européenne, les interventions de la SEC, les interventions des chevaliers blancs... C'est l'hostilité de l'OPA et la taille de l'acquéreur par rapport à la cible qui ont rendu cette opération riche en enseignements.

Ces événements ont engendré des rendements anormaux significatifs grâce aux fluctuations des cours boursiers des entreprises impliquées dans cette opération. En nous inspirant de l'article de Ruback (1982) analysant la prise de contrôle de Concoo et l'article de Bruner (1999) étudiant la tentative de fusion entre Renault et Volvo, nous avons défini plusieurs événements pendant une période de huit mois (du 14 janvier au 7 septembre 2004). Puis, à l'aide de la base de données Factivia qui contient de nombreux articles de la presse française, nous n'avons recensé que les événements importants. A l'instar de Bruner (1999), nous avons aussi repéré, avec une fenêtre d'événement de 2 jours (-1 et 0), la date de l'événement publiée dans la presse et non pas la date de la publication de la presse.

Le but ici est de comprendre comment la publication de ces événements influence le cours boursier des deux sociétés. Cette méthodologie s'inspire des travaux de Fama et al. (1969) qui s'appuient sur l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces supposées affecter la performance future de l'entreprise. Nous avons choisi donc le CAC40 comme étant l'indice boursier qui sert à estimer selon le modèle de marché le rendement normal si aucun événement n'est survenu. Sa formule se présente comme suit :

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Le rendement anormal (RA) est mesuré par l'écart entre le rendement observé de l'action et son rendement normal estimé sur une période de 12 mois³ avant les 60 jours précédent la date d'événement. Au niveau de la significativité des RA, conformément à Ruback (1982) et Bruner (1999), l'estimation de t des rendements anormaux cumulés (RAC) est ajustée par l'autocovariance des gains. Cette approche paramétrique assure une distribution normale des RAC en tenant compte de l'autocorrélation :

³ Cette période de 250 jrs (31/10/02 au 30/10/03) intègre tous les effets cycliques boursiers de l'année.

$$t = RAC_t / \text{Ecart type}_t$$

$$\text{Ecart type}_t = ((T * \text{VAR}(RA_t) + 2(T - 1) \text{COVAR}(AR_t, AR_{t-1}))^{1/2}$$

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 la même période de 12 mois : La variance d'Aventis=0,000484307 et de Sanofi=0,00046807 ; la covariance d'Aventis=0,000006651 et de Sanofi=0,000017187. Le tableau ci-dessous rapporte l'ensemble des événements de l'OPA :

Tableau 2 : Les événements entourant l'OPA

Evénement		Aventis		Sanofi		T
Date	Description	RA	t	RA	t	
1ère période : de la première rumeur à la date d'annonce officielle de l'OPA						
mer-14-janv	Première rumeur d'OPA	5,20%	1,658	-0,09%	-0,030	2
ven-16-janv	Deuxième rumeur d'OPA	-0,06%	-0,018	3,64%	1,168	2
jeu-22-janv	Troisième rumeur d'OPA	5,93%	1,894	3,71%	1,192	2
lun-26-janv	Annonce officielle d'OPA de Sanofi sur Aventis	5,49%	1,752	-12,01%	-3,855	2
ven-30-janv	La fin de la semaine de l'annonce Le patron d'Aventis juge l'opération risquée et la prime offerte par Sanofi faible	5,48%	1,748	4,89%	1,570	2
Rendements anormaux cumulés du 14 janvier au 30 janvier		22,45%	2,795	1,30%	0,161	13
2ème période : de la semaine suivant l'annonce de l'OPA au jour de conclusion d'un accord à l'amiable						
lun-02-févr	Feu vert des autorités des marchés	-0,23%	-0,075	-2,55%	-0,818	2
ven-06-févr	Aventis propose un rachat massif de ses actions et la vente des produits en déclin et présente des résultats en progression	-0,13%	-0,042	2,69%	0,864	2
mar-17-févr	Ouverture officielle de l'OPA Aventis dépose un recours en justice	-0,37%	-0,117	-0,88%	-0,284	2
mer-25-févr	Aventis dépose un 2ème recours en justice	-0,40%	-0,128	-1,54%	-0,496	2
mar-9-mars	Aventis cède un actif pour 200 millions \$	1,23%	0,392	3,23%	1,037	2
jeu-12-mars	Novartis annonce pouvoir relever l'offre pour une probable fusion avec Aventis	6,05%	1,932	3,40%	1,091	2
lun-22-mars	Aventis et Novartis évaluent leur fusion	3,84%	1,224	1,37%	0,439	2
jeu-25-mars	Novartis est hors jeu	-4,49%	-1,432	-2,80%	-0,900	2
lun-05-avr	Sanofi perd son brevet Plavix	-2,09%	-0,666	-0,93%	-0,298	2
jeu-22-avr	Novartis relance les négociations avec Aventis	5,27%	1,680	3,08%	0,987	2
lun-26-avr	Sanofi relève son offre initiale et signe un accord avec Aventis. L'OPA devient amicale	-5,33%	-1,701	-7,43%	-2,386	2

ven-30-avr	La fin de la semaine de conclusion de l'accord et du feu vert de la commission européenne	5,72%	1,827	7,72%	2,478	2
Rendements anormaux cumulés du 2 février au 30 avril		0,73%	0,041	-7,98%	-0,449	63
3ème période : de la semaine suivant la conclusion de l'accord à la fermeture officielle de l'OPA						
jeu-06-mai	La FTC n'accorde pas son feu vert mais demande des renseignements supplémentaires à Sanofi	3,70%	1,179	4,85%	1,558	2
jeu-17-juin	Sanofi prend en compte un dividende de 0,82euro et ajuste son offre	-2,38%	-0,760	-2,52%	-0,810	2
mar-27-juil	Rejet du brevet Lovenox d'Aventis	-3,60%	-1,148	-2,99%	-0,959	2
mer-28-juil	Aventis décide de vendre une partie de ses activités antibiotiques	-3,33%	-1,064	-4,04%	-1,295	2
Rendements anormaux cumulés du 6 mai au 30 juillet		3,99%	0,227	7,82%	0,443	62
4ème période : de la deuxième ouverture de l'OPA à sa fermeture définitive						
ven-13-août	Réouverture de l'offre	0,14%	0,045	0,15%	0,048	2
ven-20-août	Création de Sanofi-Aventis	0,93%	0,296	0,82%	0,263	2
lun-30-août	Fermeture officielle de l'OPA	0,91%	0,292	1,43%	0,460	2
Rendements anormaux du 10 août au 30 août		2,00%	0,232	4,15%	0,478	15
mar-07-sept	KPC, ex premier actionnaire d'Aventis, décide de vendre ses actions Sanofi-Aventis	-2,92%	-0,932	-3,33%	-1,069	2
Rendements anormaux cumulés du 14 janvier au 30 août		32,13%	1,132	5,30%	0,186	162

2.1. La "guerre" de communication

Comme les dirigeants sont les acteurs clés du processus d'acquisition (Duhaine et Schwenk, 1985), le marché de contrôle, représenté ici par les opérations de F&A (Porter, 1986), les oblige à changer profondément leur relation avec les actionnaires. Différentes informations sont donc révélées lors d'une OPA, par exemple la manière de réévaluation de l'initiateur par le marché (Grinblatt et Titman, 2002), les valeurs de synergies, de l'acquéreur et de la cible combinés et de surpaiement ainsi que le partage des gains (Hietala et al., 2003).

Dans ce sens, pour contrer l'OPA de B.S.N. sur Saint Gobain en 1968-69 et empêcher les actionnaires d'accepter l'offre proposée, la direction a mis en place un plan de communication avec ces derniers pour renforcer leur attachement à l'entreprise et leur faire prendre conscience de sa valeur (Hirigoyen, 1999). De cet exemple, on comprend qu'en cas d'OPA, la cible serait forcée de dévoiler sa stratégie passée et future pour démontrer sa capacité à se développer seule, et chercherait en même temps à exposer les faiblesses de l'entreprise initiatrice. En répliquant, cette dernière serait obligée à son tour à dévoiler sa stratégie pour démentir ces propos.

Au moment de l'annonce de l'OPA, le groupe Sanofi a rendu public le rapport transmis à la commission européenne et a fourni aux actionnaires d'Aventis une étude minutieuse des

synergies possibles, des coûts de restructuration, de leurs durées de réalisation, des étapes d'intégration et des liquidations constituant des concentrations. Il a fourni également une analyse financière prévisionnelle des deux groupes en cas de fusion en insistant sur la nouvelle place mondiale du nouvel ensemble. Il a établi par la suite un rapport détaillé qui anticipe toutes les questions de l'AMF et des autorités de la concurrence.

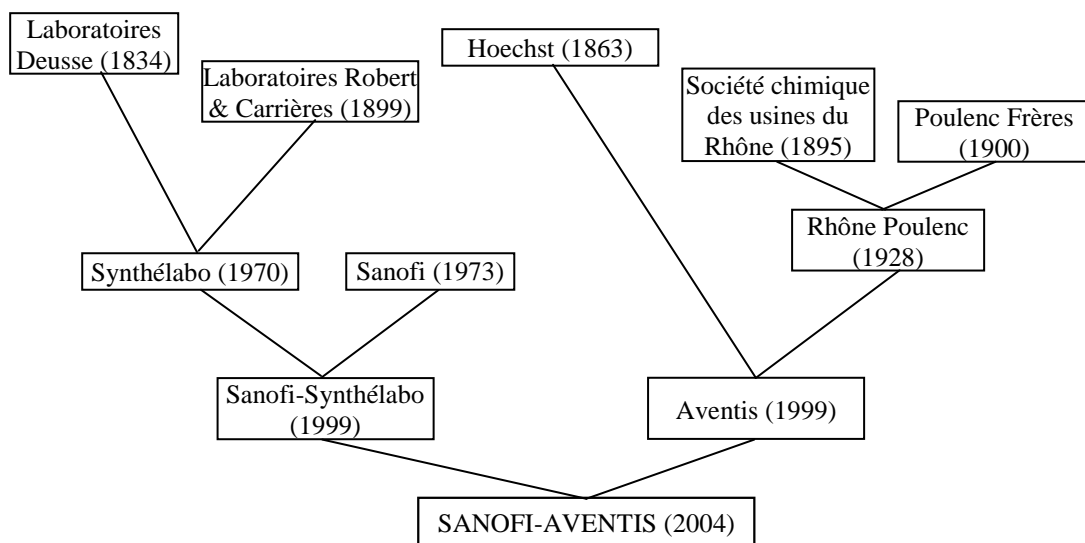
Pour contrer l'offre de Sanofi-Synthélabo et gagner un peu de temps, Aventis a déposé un recours en justice contre la recevabilité du 3 février et contre le visa du 13 février en développant 4 arguments : la faiblesse de la prime, Sanofi a négligé la demande de l'autorisation des autorités américaines de la concurrence, l'offre de Sanofi n'a pas pris en considération les 250.000 Bons de Souscription d'Actions émis par Aventis en 2002 et 2003 et ne pouvant s'exercer qu'après 5 ans, et le fait que ses actionnaires soient payés avec des titres menacés de s'affaiblir en cas de perte du brevet Plavix de Sanofi.

Sur ce dernier point, les évaluations des deux groupes divergent. Aventis estime que le Plavix représente 30% des ventes de Sanofi-Synthélabo et qu'en cas d'abandon du brevet, le titre baisserait de 34%. L'estimation de Sanofi-Synthélabo est égale à 18% des ventes et mise sur une baisse du titre de 12%. Le 1^{er} mars, la Cour d'Appel de Paris a fixé au 6 mai l'examen des deux recours. En conséquence, Aventis a gagné 3 mois pour mieux organiser sa défense en espérant influencer l'opinion de ses actionnaires et laisser fluctuer le cours de ses titres de façon à rendre l'offre peu attractive. A cet effet, le groupe a mis en place une nouvelle stratégie de communication pour renforcer l'attachement de ses actionnaires. Il présente alors ses bons résultats de 2003 (une hausse du chiffre d'affaires de 8% et du bénéfice net de 22%) et propose aux actionnaires en manque de liquidité le rachat intensifié de ses propres actions.

Ensuite, Aventis a créé avec le groupe américain Blackstone la société Aurora qui possède les produits "en queue de portefeuille", représentant un chiffre d'affaires de 1.500 millions d'euros en 2003, et a cédé les activités non stratégiques pour améliorer sa rentabilité et augmenter son cours boursier. L'objectif principal ici est de démontrer que l'offre de Sanofi-Synthélabo est insuffisante. Enfin, Aventis a essayé de trouver un chevalier blanc, comme Roche et Novartis. Le 12 mars, le groupe Suisse Novartis annonce pouvoir relever le prix de l'offre initiale. Le marché financier semble apprécier cette proposition puisque le cours d'Aventis a progressé de 4,8% le jour de son annonce. Toutes ces manœuvres ont fait augmenter l'action Aventis de 19% en deux mois rendant ainsi l'OPA peu attractive.

Mais les partenaires de Sanofi ont voulu que les choses en soient autrement, sans leur intervention, Sanofi aurait raté cette OPA. Grâce à l'intervention du gouvernement qui a organisé plusieurs rencontres avec les responsables des deux groupes, le suisse Novartis a retiré son offre⁴. En plus, grâce à la caution financière de ses principaux actionnaires, Total et L'Oréal, Sanofi a pu renégocier sa dette et l'augmenter de 3 milliards d'euros pour réévaluer son offre initiale sur Aventis⁵. Le schéma suivant montre l'évolution des deux groupes :

Schéma 1 : Evolutions du groupe Sanofi-Aventis



En conclusion, puisque l'information constitue une source importante dans les négociations (Charreaux, 1997), cette OPA a incité les deux firmes à dévoiler leurs stratégies. La firme initiatrice (Sanofi) a fourni plus d'informations pour convaincre les actionnaires de l'entreprise Aventis à vendre ou échanger leurs titres, et cette dernière a également dévoilé sa stratégie pour prouver qu'elle peut se développer seule.

⁴ Conformément à l'article 151-3 du Code Monétaire et Financier, le ministre de l'Economie peut bloquer un investissement concernant un secteur stratégique et ne venant pas de l'Union Européenne. Ajoutant à cela la relation d'amitié entre le Président français Chirac et le PDG de Sanofi monsieur Dehecq. Le gouvernement a donc suivi de près le déroulement de cette opération et organisé plusieurs rencontres avec les responsables des deux groupes.

⁵ 68,93€ pour chaque action Aventis, au lieu de 60,4€ proposés auparavant.

2.2. Le Rôle disciplinaire de l'OPA

Après la fusion, chaque entreprise serait amenée à faire des concessions et changer ses choix stratégiques pour converger vers un seul mode de management. Aucune entreprise ne peut camper sur ses positions en privilégiant sa propre culture et ses visions stratégiques. Souvent, c'est l'entité la plus petite qui fait plus de concessions en faveur de la plus grande. Mais s'il s'agit d'une OPA, c'est l'initiateur qui impose ses conditions et ses orientations stratégiques. Cependant, les managers peuvent ne pas adhérer aux choix stratégiques de la nouvelle entité et, par conséquent, peuvent être une source d'échec de l'opération en incitant quelques cadres à démissionner.

Si l'acquéreur souhaite instaurer son propre management, il aurait donc tendance à licencier quelques managers de la société acquise supposés moins performants et possédant une autre culture managériale. Ce choix de garder ou de licencier est soumis à la suppression des doublons et à l'application des orientations stratégiques de la nouvelle entité. Dès lors, les OPA peuvent résoudre ce genre de problèmes et jouer un rôle disciplinaire (Shleiffer et Vishny, 1988) afin de garder les meilleurs éléments et licencier les mauvais. A cet effet, une OPA disciplinaire suggère que les managers de la cible qui seront évincés après l'opération sont moins performants, et sa gestion par ceux de l'initiateur la rendra plus performante. Pour conforter cette hypothèse, Martin et McConnell (1991), en étudiant les entreprises faisant l'objet d'une acquisition disciplinaire, constatent que le taux de rotation des dirigeants passe de 9,9% à 41,9%. D'ailleurs, Morck et al. (1990) pensent que les OPA hostiles sont de nature disciplinaire, et Clark et Ofek (1994) conçoivent qu'en cas de changement du directeur général ou du président, l'OPA peut être considérée comme étant disciplinaire.

Dans le cas de l'OPA de Sanofi sur Aventis, après l'opération, l'historique du nouveau groupe devient celui de Sanofi qui a appliqué sur l'ensemble de la nouvelle entité son style de management basé sur une organisation structurelle et divisionnelle. Egalement, l'ex-président d'Aventis n'apparaît pas au sein du nouveau groupe confiant ainsi sa présidence à l'ex-président de Sanofi-Synthélabo. Dans le partage des postes, ce sont les ex-Sanofi qui ont obtenu la majorité des postes clés comme par exemple les régions France et Etats-Unis⁶.

Vient ensuite l'étape de la localisation géographique des futurs sites. Avant la fusion, Sanofi-Synthélabo était localisé à Paris, son siège social se situait à Avenue de France, la région

⁶ Ces deux régions sont les plus importantes parmi les six que compte le groupe : Allemagne, France, Reste Europe, Etats-Unis, Japon et Intercontinental.

France était à la Porte d'Orléans, l'Europe et l'Intercontinental était à Gentilly. En ce qui concerne Aventis, il avait quelques sites en banlieue parisienne, des bureaux à quai de la Rapée et à la Croix de Bern, et son siège social à Strasbourg. Il a été décidé que le siège social du nouveau groupe resterait à Avenue de France (siège d'ex-sanofi) et la direction de la région France partirait à Porte d'Orléans et à Gentilly (ex-Sanofi). Il faut souligner que l'ancien siège social d'Aventis a été fermé et l'ensemble du personnel était transféré au nouveau siège à Paris.

Lors de sa quête de croissance, le groupe Sanofi-Synthélabo a préféré une stratégie offensive face au groupe Aventis. Comme Sanofi est beaucoup plus petit qu'Aventis, une fusion négociée lui aurait coûté plusieurs concessions. A notre sens, l'objectif de cette stratégie offensive était de se procurer les postes clés et d'imposer sa propre culture managériale et non pas la subir.

2.3. La création de valeur

En se basant sur l'étude d'événement, Martin et McConnell (1991) mesurent la création de valeur actionnariale et déduisent que la rentabilité anormale est significativement différente de zéro et toujours positive le jour de l'annonce. Quand à Doukas et Travlos (1988) et Jennings et Mazzeo (1991), ils trouvent que les rendements anormaux autour de la date d'annonce sont positifs, pouvant aller jusqu'à +20% (Wansley et al., 1983). En effet, si une entreprise annonce une OPA sur une autre, c'est parce que cette dernière est mal gérée (Martin et McConnell, 1991) et mal valorisée par le marché. Ainsi, lors d'une OPA, en estimant que la cible serait mieux gérée par le nouvel acquéreur, la valeur de ses actions augmente et celle de l'acquéreur baisse (Jensen et Ruback, 1983 ; Bradley et al., 1988). Cette augmentation peut être expliquée par la prime versée par l'acquéreur et cette baisse par le fait que l'opération soit très risquée à cause des problèmes d'intégration et d'augmentation de l'endettement pour financer l'acquisition.

Durant la première période allant du 14/01 au 30/01, globalement, seuls les RA d'Aventis sont significatifs. Ce constat qui est confirmé par un RAC pendant la première période de 22,45% ($t=2,795$) pour Aventis contre 1,30% ($t=0,161$) pour Sanofi est cohérent avec les conclusions de Martin et McConnell (1991), Healy et al. (1992) et Jensen (1993) qui déduisent que l'augmentation de la valeur profite plus aux actionnaires de la cible qu'à ceux de l'acquéreur.

Mais, il semble qu'à chaque évènement, les investisseurs achètent les actions de la cible (Aventis) et attendent la fin de la semaine pour acheter celles de l'acquéreur (Sanofi). Dans ce cadre, il convient de rappeler que le 14 janvier est la date de la première rumeur d'une éventuelle fusion. Ce jour là, les gens achetaient les actions de la cible (RA=5,20%), et attendaient la fin de la semaine, qui est ici le vendredi 16 janvier, pour acheter celles de l'initiateur (RA=3,64%). Ces deux RA sont les plus élevés avant la date à laquelle le marché a reçu la vraie information concernant l'OPA⁷. Ensuite, ce phénomène s'est répété une deuxième fois. Le 22 janvier est le jour de la troisième rumeur, Aventis réalise un RA de 5,93%. Puis il a fallu attendre la fin de la semaine (vendredi 30 janvier) pour que Sanofi réalise le RA (4,89%) le plus élevé après l'évènement. Chen et Singal (2003) expliquent ce phénomène par le fait que les vendeurs à découvert ne voulant pas garder une position ouverte le week-end la soldent en rachetant leur position le vendredi.

La deuxième période est une période de doute où les personnes impliquées directement ou indirectement dans l'opération ne pouvaient trancher à cause des stratégies d'attaque et de contre-attaque des deux groupes notamment les cessions d'activités et l'intervention du chevalier blanc. En fait, comme ces cessions ont été accompagnée par plusieurs déclaration d'Aventis : augmentation du chiffre d'affaires et du bénéfice, cession de produits en déclin, nouveaux médicaments prometteurs, rachat massif d'actions..., il semble que le marché a jugé ces prévisions très optimistes et peu crédibles. En conséquence, après la baisse des RA de Sanofi de 2,55% suite au feu vert des autorités des marchés, ils rebondissent les jours de ces annonces, le 6 février (2,69%) et le 9 mars (3,23%).

Toutefois, avec la complicité d'Aventis pour faire échouer l'offre de Sanofi, l'intervention de Novartis le 12 mars et le 22 avril a été bien accueillie par les marchés en améliorant à la fois les RA d'Aventis (6,05% et 5,27%) et de Sanofi (3,40% et 3,08%). L'augmentation du cours des actions d'Aventis démontre que la première offre de Sanofi était insuffisante puisque l'arrivée de Novartis réduit sa chance d'être acceptée (Hietala et al., 2003). Ce résultat est en accord avec les conclusions de Banerjee et Owers (1992) et Niden (1993) qui confirment que le chevalier blanc a tendance à surpayer l'offre, et avec les déductions de Bradley et al. (1988)

⁷ La réaction du marché nous persuade d'admettre que la 3^{ème} rumeur (22 janvier) est la date 0. Sanofi a estimé la rentabilité moyenne de l'action Aventis jusqu'à cette date pour recalculer la valeur de la prime.

qui trouvent que, dans les offres publiques multiples, la cible réalise plus de RA que les autres.

Finally, suite à l'annonce d'un accord à l'amiable entre Sanofi et Aventis, la réaction du marché a été très négative et les rendements anormaux ont chuté de 5,33% ($t=-1,701$) pour Aventis et de 7,43% ($t=-2,386$) pour Sanofi. Il faut noter que ces deux baisses sont parmi les plus importantes durant toute la bataille. Cette réaction doit étonner car à priori cette bonne nouvelle doit être bien appréciée par le marché. Dans ce sens, Bruner (1999) explique les RA négatifs (-6,04% et -6,64%) le jour de l'annonce de la fusion Renault et Volvo par les termes que contient leur accord de fusion (parachutes dorés, privatisation, transfert de valeur...). Suivant le même sens, pour réussir son OPA, "Sanofi a accepté de faire suffisamment de concessions pour convaincre"⁸. Le groupe cédera alors une dizaine de ses branches stratégiques dont Campto et Fraxiparine qui représentent leurs produits phares. La réaction du marché fut, conséquemment, sévère et immédiate.

Cependant, cette tendance a été renversée le vendredi de la même semaine où le RA d'Aventis était presque équivalent à celui de la grande rumeur (5,72%) et le RA de Sanofi était le plus élevé pendant toute la période (7,72%). Cette récompense du marché peut être expliquée, tout d'abord, par l'effet vendredi que nous avons expliqué plus haut, ensuite, par le fait qu'en percevant cette OPA comme étant disciplinaire, les profits ne seront acquis que si les actifs d'Aventis passent à Sanofi, enfin, par le fait que désormais "tout est clair et à priori il n'y a plus d'événement". Ce dernier fait est corroboré par l'absence de RA significatifs durant les périodes suivantes.

D'une manière générale, en considérant cette OPA comme étant disciplinaire dans la mesure où le président de la cible a été évincé et les managers de l'initiateur ont obtenu les postes clés, la cible devrait réaliser des gains supérieurs à ceux de l'initiateur car la restructuration de la cible d'OPA hostile est souvent envisageable après l'opération (Franks et Mayer, 1996). Nous confirmons ce résultat en démontrant que le gain total d'Aventis est plus élevé que celui de Sanofi (respectivement 32,13% et 5,30%). Ceci est globalement cohérent avec les résultats de Bradley et al. (1988) qui trouvent, durant un période de 100 jours, des rendements anormaux cumulés de 31,3% pour les cibles contre seulement 1,62% pour les offreurs.

⁸ De Meyer K., "Bruxelles autorise sous conditions le rapprochement Sanofi-Aventis", Les Echos, 26/04/04.

L'explication de ce constat réside dans le type d'investissement. S'il s'agit d'un investissement à long terme, les investisseurs pensent que la société Aventis est mal valorisée par le marché, ce qui est vrai parce qu'elle est moins performante. Après son redressement par l'acquéreur, elle sera plus performante et mieux valorisée par le marché. Leur gain sera donc équivalent aux dividendes qu'ils touchent plus, en cas de revente, la différence entre le prix de vente de l'action et son prix d'achat. S'il s'agit d'un investissement à court terme, les investisseurs savent que la valeur de l'action de la cible augmentera grâce à la bataille évidente (vue la grande différence de tailles) entre l'acquéreur et la cible. Effectivement, cette bataille a générée deux augmentations : l'augmentant du bénéfice par action de 2003 proposée par la cible pour s'opposer à l'OPA et l'augmentation de la prime par action proposée par l'acquéreur après l'accord à l'amiable entre les deux sociétés en avril 2004.

3. APRES L'OPA

3.1. La stratégie d'intégration

Puisque les principales raisons d'échecs des opérations de F&A résident dans les problèmes liés aux ressources humaines et au processus d'intégration (Haspeslagh et Farquhar, 1987 ; Napier, 1989), des chercheurs se sont penchés sur l'étude de la période d'intégration en mettant l'accent sur l'importance de cette phase dans la réussite de l'opération (Schweiger et Goulet, 2000 ; Schweiger et Very, 2003). Même si les aspects stratégiques indiquent que la diversification serait un succès, il se peut qu'une grande différence culturelle entre les partenaires réduise à rien tous ces espoirs (Wilkins et Ouchi, 1983 ; Jaeger, 1986).

Après la fusion, la restructuration s'impose. La réduction d'effectifs est souvent envisagée pour réduire les coûts et éliminer les doublons. Penser que la diversification est une source d'apprentissage organisationnelle (Kazanjian et Drazin, 1987) implique pour l'entreprise diversifiée une bonne vision des choix stratégiques permettant un transfert facile des compétences, une large disponibilité des nouvelles équipes et un renforcement des barrières à l'entrée (Dierickx et Cool, 1989). Désormais, tous les efforts seront concentrés sur la mise en place d'un système de coordination des compétences, de localisation des meilleurs éléments et d'intégration des équipes.

La nouvelle stratégie de Sanofi-Aventis s'inscrit dans cette perspective. Sous l'autorité du PDG, un comité de direction rassemble les grandes fonctions et les grands ensembles opérationnels en constituant une équipe de 18 membres pour motiver le personnel du nouveau groupe. La Direction Générale a mis en place un comité de pilotage animé par un ex-Sanofi et un ex-Aventis et composé de 7 représentants de chacun des groupes. Son objectif est d'effectuer un état des lieux, de mieux connaître les ressources et les modes de fonctionnement des deux entités et d'identifier les points déterminants à régler afin de réussir l'intégration.

La Direction Intégration qui a été créée pour faciliter le rapprochement contient des comités organisés par fonction et par région, composés chacun d'un représentant de Sanofi-Synthélabo et d'un représentant d'Aventis. Leur mission est, au côté du responsable de la fonction et de la région, de faire un état des lieux de la fonction, de proposer son schéma d'organisation et d'établir un calendrier de travail pour mettre en pratique le processus d'intégration des deux entités.

Chaque responsable de fonction devait donner à son comité d'intégration les orientations stratégiques et organisationnelles qu'il entendait mettre en œuvre ainsi que les objectifs partagés avec le comité de pilotage. Enfin, la création d'une culture commune était parmi les priorités du nouveau groupe car le rôle de la communication est crucial lors de la phase d'intégration (Dumas et Giroux, 1996). Pour faire oublier aux employés leurs anciennes rivalités, le groupe a mis à la disposition des employés le journal "fil bleu" d'informations hebdomadaires visant à expliquer aux salariés la stratégie et les objectifs de Sanofi-Aventis et à faciliter la communication entre les niveaux décisionnels et opérationnels.

3.2. La performance post-fusion

La technique la plus utilisée avant les années quatre-vingts pour mesurer la performance des F&A à long terme est la méthode de pairage. Elle consiste à comparer des données comptables et financières des sociétés concernées avant l'opération avec celles des mêmes sociétés après l'opération ou bien avec un groupe de contrôle dans le but de déduire la différence entre le fait que chaque entreprise travaille d'une façon indépendante de l'autre et le fait que les deux entreprises travaillent ensemble avec un seul management.

3.2.1. Méthodologie et variables

Cette opération finalisée en août 2004 consiste en une fusion par absorption conduisant à la disparition totale du groupe Aventis. Donc, avant d'intégrer tous les comptes d'Aventis dans ceux de Sanofi, ce dernier a commencé par une réévaluation du bilan de la société acquise (Aventis). Or, pour pouvoir comparer les données des deux entités avant et après la fusion, nous devons disposer des mêmes bases de comparaison. A ce niveau, nous proposons deux méthodes de comparaisons pour résoudre ce problème.

D'une part, nous allons comparer les variations des performances des groupes Sanofi et Aventis avant la fusion avec celles du nouveau groupe Sanofi-Aventis après la fusion. Autrement-dit, nous prenons la variation de quelques ratios, que nous allons définir un peu plus loin, entre 2005 et 2007⁹, pour les comparer avec la variation des mêmes ratios des deux groupes entre 2001 et 2003. Cette démarche s'inspire du travail de Fitoussi et Passet (2000) qui cherchent à proposer des solutions au chômage en France en étudiant la variation de quelques variables entre deux périodes. Son intérêt réside dans le fait que la variation neutralise les biais liés à la réévaluation et au changement de méthodes ainsi qu'à l'évolution du secteur.

D'autre part, nous allons effectuer une comparaison, en 2001 et en 2007, avec la moyenne du secteur en se basant uniquement sur leur valeur avant et après l'opération. Ce choix se justifie par quatre points : le premier est qu'en 2007 l'effet de la réévaluation du bilan n'est plus constaté après une période de quatre exercices comptables, le second est que la première méthode compare l'évolution de deux périodes (2001 à 2003 et 2005 à 2007) entre deux périodes (avant et après l'opération) tandis que celle-ci compare uniquement deux périodes (avant et après l'opération) puisque les entreprises sont du même secteur et ont subi la même évolution du secteur, le troisième est le fait de vouloir éviter les données de 2003 et de 2005 qui ont été influencées par quelques manipulations comptables, et le quatrième est de mettre en avant une méthode différente de la première.

Concernant le calcul des variables, nous pensons qu'il serait irrationnel de calculer simplement la moyenne des ratios des deux entreprises avant le regroupement. A l'instar d'Harrison et al. (1991), nous supposons qu'une entité est la filiale de l'autre et procédons à une intégration simple de leurs comptes avant l'OPA.

⁹ Seth (1990) et Jensen (1992) recommandent au moins 2 ans après la fusion. Ce travail porte sur 3 ans.

Concernant les variables, leur choix n'a pas été un travail aisé. Toutes les méthodes de mesure et d'évaluation ont leurs avantages et leurs inconvénients. Pour tester l'influence du désinvestissement sur la performance de l'entreprise, Perdreau (1998) a eu recours à plusieurs indicateurs comptables comme le ROA, le ROE, l'EBIT, l'EBITD, le ROIC... Quand à Choelsoon (2003), il a mis en avant le ROA, ROE et ROI pour calculer la performance précédente les acquisitions reliées et non reliées. Dans un autre article, Fee et Thomas (2004) ont utilisé le pourcentage des ventes des entreprises fusionnées et le cash-flow sur le chiffre d'affaires pour mesurer les sources de synergies dans les F&A horizontales. Ici, nous voudrions juste rappeler que le choix de telles ou telles variables n'est pas unanime. Par conséquent, nous avons choisi les variables comptables et boursières les plus explicatives et les plus cohérentes, à nos yeux, avec notre étude.

3.2.2. Résultats et commentaires

En se basant sur le chiffre d'affaires, nous avons choisi cinq entreprises opérant dans le même secteur d'activité que Sanofi-Aventis et appartenant aux dix premières firmes au niveau mondial¹⁰. Notre échantillon se compose des entreprises suivantes classées selon leur chiffre d'affaires : Pfizer, GSK, Sanofi-Aventis, Wyeth, Lilly, Astrazeneca.

¹⁰ Nous avons exclu de ces dix premières firmes quatre firmes : Roche et Johnson & Johnson ont d'autres activités à côté de celle pharmaceutique, Merck & Co a connu d'importantes différences de valeur entre plusieurs bilans et Novartis ne fournissait que des données en franc suisse.

Tableau 3 : Variables et résultats

Critères	Sanofi-Aventis		2001		2007		variation 2001 à 2007	
	variation 2001 à 2003	variation 2005 à 2007	Sanofi-Aventis	moyenne du secteur	Sanofi-Aventis	moyenne du secteur	Sanofi-Aventis	moyenne du secteur
CA	-12%	3%	29M\$	19M\$	28M\$	30M\$	-1%	52%
M/B	-32%	-3%	6,56	14,66	1,97	5,09	-65%	-70%
PER	-51%	-59%	37,50	29,46	16,40	17,38	-41%	-56%
ROCE	51,91%	62%	0,12	0,24	0,06	0,18	-26%	-50%
ROE	33%	144%	0,18	0,47	0,12	0,30	-35%	-33%
ROA	62%	182%	0,07	0,16	0,08	0,12	-28%	14%
$\Delta CA = (CAN - CAN-1) / CAN-1$; M/B (Market To Book) = valeur de marché / capitaux propres PER (Price to Earning Ratio) = valeur boursière de l'action / bénéfice par action ROCE (Rentabilité économique) = résultat opérationnel / actif total ROE (Rentabilité financière) = résultat net / capitaux propres ; ROA (Rentabilité des actifs) = résultat net / actif total Valeur de marché = cours annuel moyen * nombre d'actions au 31 décembre Valeur boursière de l'action = cours annuel moyen ; M\$ = milliards de dollars								

Après une baisse de 12% avant la fusion, le nouveau groupe a réalisé une augmentation de son chiffre d'affaires de 2,71% après la fusion. Cette baisse entre 2001 et 2003 peut être expliquée par la politique de désinvestissement entamée par Aventis depuis plusieurs années (son CA passe de 22 milliards en 2001 à 17 milliards en 2003) ou bien tout simplement par la préparation de ses comptes à la réévaluation de 2004. Toutefois, il convient de souligner que le chiffre d'affaires de 2001 est plus élevé que celui de 2007. Peut-on donc confirmer que cette amélioration pendant la période de l'après fusion (2,71%) est mieux que celle de l'avant fusion (-12%) ? Peut être que la comparaison avec la moyenne du secteur apporte plus d'éclairage à ce point.

Le chiffre d'affaires de Sanofi-Aventis est presque stable durant toute la période 2001 à 2007 (-1% entre 2001 et 2007), alors que celui des concurrents a connu une croissance moyenne de 52% sur la même période. De ceci il faut comprendre que la somme du chiffre d'affaire de Sanofi-Synthelabo et celui d'Aventis en 2001 (29 milliards) en travaillant indépendamment est équivalente, voire supérieure à celle du nouveau groupe après la fusion (28 milliards). En conséquence, contrairement à Porter (1987), Mueller (1992), Kim et Singal (1993) et Schweiger et Very (2003), la fusion n'a permis au nouvel ensemble ni de conquérir de nouveau marché, ni d'augmenter les prix de vente ou les quantités vendues. Cependant, la stagnation du chiffre d'affaires ne signifie pas pour autant la baisse de la rentabilité du

groupe. C'est également le poids des charges opérationnelles et de l'impôt qui détermine la capacité de l'entreprise à générer du profit.

La baisse du ratio M/B est moins forte après la fusion qu'avant la fusion. Notons que les faibles valeurs de ce ratio en 2005 et 2007 sont dues à la réévaluation à la hausse des capitaux propres de la société Aventis et à la baisse en 2007 du cours boursier du groupe Sanofi-Aventis. En ce qui concerne le PER, même si dans les deux situations, avant ou après la fusion, la création de valeur est constatée (les valeurs sont positives), la baisse de la création de valeur est plus importante après la fusion à cause de la baisse de la valeur de l'action Sanofi-Aventis en 2007.

Le M/B est très en dessous de la moyenne du secteur et a gardé une évolution semblable à celle du secteur. Ce résultat montre que les fonds propres du groupe Sanofi-Aventis étaient mal valorisés par le marché avant et après la fusion. En revanche, suite à l'amélioration de son résultat net, la baisse du PER du groupe était moins importante que celle du secteur. Les valeurs et les variations de ces deux ratios, correspondant à un mélange entre la traduction bilantielle d'une stratégie industrielle de développement facilement maîtrisable et la traduction boursière d'une stratégie dont les revenus ne sont pas contrôlables directement par le management, ne nous permettent de confirmer ni la création de valeur ni la destruction de valeur.

Pour le ROCE, deux variations peuvent expliquer l'accroissement de ce ratio après la fusion : l'augmentation du résultat opérationnel entre 2005 et 2007, et la baisse des actifs du nouveau groupe pendant la même période grâce à la réduction des immobilisations incorporelles. Pour le ROE, sa forte augmentation est due à l'augmentation du résultat net qui a doublé en 2007 (de 2.258 millions d'euros en 2005 à 5.682 millions d'euros en 2007). L'augmentation du ROA est pareillement due à l'accroissement du résultat net et à la diminution de l'actif total en 2007.

L'amélioration de ces trois ratios est plus importante après la fusion mais sans faire distinguer significativement Sanofi-Aventis des autres entreprises. Malgré que leur variation est plus élevée après la fusion, leur valeur reste plus faible que celle d'avant la fusion. Ainsi, ces ratios sont inférieurs à la moyenne du secteur avant et après la fusion. Il n'y a que l'augmentation du résultat net réalisée grâce à la réévaluation du bilan qui a permis à Sanofi-Aventis de ne pas trop s'éloigner de la moyenne du secteur.

A ce titre, puisqu'on remarque une absence de l'amélioration du pouvoir de marché, voire une réduction de ce pouvoir parce que le chiffre d'affaires n'a pas suivi l'évolution du secteur, et une absence d'une restructuration efficace des charges opérationnelles à cause de la détérioration du résultat opérationnel, une explication détaillée des causes d'amélioration uniquement du résultat net est alors nécessaire.

Puisque le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation ne se sont pas améliorés, et dans la mesure où le résultat financier est souvent négatif, l'optimisation du résultat net ne peut être due qu'à la réduction de l'impôt sur le bénéfice. Dans ce cadre, plusieurs recherches ont montré que de nombreuses F&A ont été motivées par le gain fiscal qu'elles procurent (Jensen et Ruback, 1983 ; Hayn, 1989 ; Shih, 1994). Ces propos expliquent la baisse du taux moyen d'imposition de Sanofi-Aventis après la fusion qui passe d'un taux supérieur à 30% à un taux inférieur à 20%.

Il faut souligner, enfin, que ces ratios ont été influencés par les manipulations comptables avant et après l'OPA. La variation de quelques variables, comme par exemple le chiffre d'affaires qui passe de 25.863 millions en 2003 à 14.871 millions en 2004 et à 27.311 millions en 2005, prouve ce constat. Les remarques de Ben Amar et al. (2003) corroborent cette idée en écrivant que la manipulation des résultats peut être entreprise dans trois cas : la cible cherche à influencer positivement son prix d'achat et réduire le risque post-acquisition, la cible cherche à contrer une OPA, l'acquéreur cherche à influencer le ratio d'échange. La manipulation des comptes avant ou après une OPA a été confirmée aussi par Easterwood (1998) et Erickson et Wang (1999).

CONCLUSION

Cette fusion-absorption a mis au clair plusieurs points, à savoir :

- L'imprévisibilité du marché de contrôle en démontrant que toute entreprise est une cible potentielle ;
- La réussite d'une OPA ne dépend pas uniquement de la volonté de ses protagonistes mais également des acteurs du marché ;
- La faible performance de la cible a été sanctionnée par le marché de contrôle ;
- Une cible très endettée et moins performante est le choix de l'initiateur pour remporter l'OPA.

Du point de vue stratégique, une fusion négociée aurait coûté plusieurs concessions à l'acquéreur vu sa petite taille par rapport à la cible. Ainsi, après la fusion, il a imposé sa culture managériale, attribué les postes clés à ses responsables, évincé le président de la cible et choisi son siège social comme étant le nouveau siège de la nouvelle entité. Du point de vue organisation, afin de réussir l'opération et réaliser les synergies, Sanofi-Aventis a misé sur une période de six mois en créant plusieurs comités pour mettre en pratique le processus d'intégration des hommes et des sites.

Enfin, du point de vue création de valeur, à part le fait que cette opération a favorisé une meilleure utilisation du potentiel fiscal du nouveau groupe grâce à la réévaluation des actifs de la cible, il paraît, d'après nos résultats, que la fusion n'était pas vraiment avantageuse et que la création de valeur actionnariale à court terme n'est très significative que pendant la période d'événement et uniquement chez la cible. Comme nous ne pouvons pas confirmer la destruction de valeur à long terme à cause des résultats mitigés, nous confirmons néanmoins que cette OPA n'a pas créé de valeur (Caby, 1994) ou bien n'a apporté que des gains mineurs (Asquith, 1983). Une analyse de l'évolution de ce groupe pendant 10 ans de vie commune pourrait apporter d'autres enseignements et conclusions à ce cas d'étude.

RÉFÉRENCES

- Asquith P., (1983). Merger bids, uncertainty and stockholder returns, *Journal of Financial Economics*, N°11, pp. 51-83.
- Banerjee A. et Owers J.E., (1992). Wealth reduction in white knight bids , *Financial Management*, Vol. 21, n° 3, p. 48-57.
- Ben Amar W., André P., et Laurin C. (2003). Regroupements d'entreprises et gestion des bénéfices , *Revue du financier*, Février. (139): 26-36.
- Blonigen B. et Taylor C., (2000). R&D Intensity and Acquisitions in High-Technology Industries: Evidence from the us Electronic and Electrical Equipment Industries , *Journal of Industrial Economics*, 48, p. 47-70.
- Bradley M.D., Desai A.S. et Kim E.H., (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of the target and acquiring firms , *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.

- Bruner RF., (1999). An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and proposed Merger of Volvo and Renault , *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 125-166.
- Charreaux G. (sous la direction de), (1997). Le gouvernement des entreprises, corporate governance: théories et faits , *Economica*, collection: Recherche en Gestion, pp. 540.
- Chen. H. et Singal V., 2003. Role of speculative short term sales in price formation : the case of the week-end effect , *Journal of Finance*, avril.
- Choelsoon P., (2003). Prior Performance Characteristics Of Related And Unrelated Acquirers , *Strategic Management Journal*, 24, p. 471-480.
- Clark, K. et E. Ofek, (1994). Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation , *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 29, 541-564.
- Commissariat général du Plan (2002b). Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance , rapport du groupe présidé par Dominique Plihon, Paris, La Documentation française.
- Damodaran, A., (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice* , 2ème éd., Wiley, 982 pages.
- Danzon p., Epstein A. et Nicholson s., (2004). *Mergers and Acquisition in the Pharmaceutical and Biotech Industries* , NBER n° 10536.
- Dessyllas P. et Hughes A. (2005). *R&D and Patenting Activity and the Propensity to Acquire in High-Technology Industries* , ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 298.
- Dierickx I. et Cool K., (1989). Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage , *Management Science*, vol. 35, p. 1504–1511.
- Doukas J. et Travlos N.G., (1988). The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions , *The Journal of Finance*, 43, p.161-175.
- Duhaine I. M. et Schwenk, C. R. (1985). Conjectures on cognitive simplification in acquisition and divestment decision making , *Academy of Management Review*, 10: 287-295.
- Dumas, D., Giroux, N., *L'intégration planifiée et émergente d'une fusion-acquisition : le cas Consulpro*, Papier de Recherche, Département de Communication, Université de Montréal, 1996.

- Easterwood J., (1998). Divestments and financial Distress in Leveraged Buyouts , *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 129-159.
- Erickson, M. and S. Wang, (1999). Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers , *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, 149-176.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M. et Roll R., (1969). The adjustment of stock prices to new information , Février, *International Economic Review*, Vol. 10, N°1, pp. 1-21.
- Fee C.E. et Thomas S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms , *Journal of Financial Economics*, 74, p. 423-460.
- Fitoussi J.P. et Passet O., (2000) Réduction du Chômage : les Réussites en Europe , rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation Française : Paris, collection : rapports officiels, n°23, juin 2000.
- Franks J. et Mayer C., (1996). Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure , *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- Garvey GT et Hanka G., (2001) Capital Structure and Corporate Control: the Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage , *Journal of Finance*.
- Grinblatt, Mark, and Sheridan Titman, (2002), *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd edition, McGraw Hill Irwin, New York.
- Harrison J.S., Hitt M.A., Hoskisson R.E. et Ireland R.D., (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences Versus Similarities in Resources Allocations , *Journal of Management*, vol. 17, n°1, p. 173-190.
- Haspeslagh P.C. et Jemison D.B., (1987). Acquisitions : myths and reality , *Sloan Management Review*, Winter, pp. 53-58.
- Hayn C., (1989). Tax Attributes as Determinants of Shareholders Gains in Corporate Acquisitions , *Journal of Financial Economics* 23, 121-153.
- Healy P.M., Palepu KG. et Ruback RS., (1992). Does Corporate Performance Improve after Mergers ? , *Journal of Financial Economics*, vol. 31, p. 135-175.
- Hietala P., Kaplan S. et Robinson N.D., (2003). What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies , *Financial Management*, Vol. 32, p. 1-32.
- Hirigoyen G., (1999). Brief History of the R.S.N./Saint-Gobain Takeover Attempt , *Social Science Research Network, Working Papers Series*.
- Jaeger A.M., (1986). Organization development and national culture: Where's the fit?. *Academy of Management Review*, vol. 11, p.178-190.

- Jennings R.H., Mazzeo M.A., 1991. Stock Price Movements around Acquisition Announcements. *The Journal of Business*, vol. 64, n° 2, p. 139-164.
- Jensen M.C., (1993). The Modern industrial Revolution, Exit, and the Failure of internal Control Systems. *Journal of Finance*, n° 48, p. 831-880.
- Jensen, M.C. et R.S. Ruback, (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Kazanjian R.K., Drazin R. (1987). Implementing internal diversification : contingency factors for organization design choices. *Academy of Management Review*, vol. 12, p. 342-354
- Martin K.J. et McConnell J.J., (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n°2, june, p. 671-687.
- Martinet A.C. et Thietart R.A., (2001), *Stratégies, actualité et futurs de la recherche*, Edition Vuibert.
- McCardle K.F. et Viswanathan S., (1994). The Direct Entry Versus Takeover Decision and Stock Price Performance Around Takeovers. *The Journal of Business* 67, 1-43.
- Mitchell, M. et Mulherin, H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 41, 193-229.
- Morck R, Shleifer A. et Vishny R, (1990). Do managerial Objectives Drive bad Acquisitions ? *Journal of Finance*, vol. 45, p. 31-48.
- Mueller D.C., (1992). Mergers. in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 11-13, p. 700-707.
- Napier N.K., (1989). Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology. *Journal of Management Studies*, vol. 26, n° 3, p. 271-89.
- Niden C.M., (1993). An empirical examination of white knight corporate takeovers: Synergy and overbidding. *Financial Management*, vol. 22, n° 4, p. 28-45.
- Ornaghi C. (2005). *Mergers and Innovation: the Case of the Pharmaceutical Industry*. Mimeo, University of southampton.
- Perdreau F., (1998). Désengagements et recentrage en France: 1986-1992 . *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 1, n°2, p. 137-165.
- Porter M.E., (1986), *L'Avantage Concurrentiel - Comment Devancer ses Concurrents et Maintenir son Avance*, Ed., InterEditions, Paris.
- Ruback R.S., (1982). The Conoco Takeover and Stockholder Returns. *Sloan Management Review*, Winter, p.13-33.

- Schweiger D. et Very P., (2003). "Creating Value Through Merger and Acquisition Integration" in C. COOPER & A. GREGORY, *Advances in Mergers and Acquisitions Vol 2*, JAI Press Inc, p. 1-26.
- Schweiger D.M. et Goulet P.K., (2000). *Integrating Mergers and Acquisitions: An International Research Review*. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, p.61-91.
- Seth A., (1990). Value creation in acquisition : a reexamination of performance issues. *Strategic Management Journal*, Vol. 11, n° 2, pp. 99-115.
- Shleifer A. et Vishny RW., (1988). Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, Winter, Vol. 2, n°1, p. 7-20.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70, 295–311.
- Smith, R. et Kim, J.-H. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*, 67, 281–301.
- Wansley J.W., Lane W.R. et Yang H.C., (1983). Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment. *Financial Management*, vol. 12, n° 3, p. 16-23.
- Wilkins A.L. et Ouchi W.G., (1983). Efficient culture: Exploring the relationship between culture and organizational performance. *Administrative Science Quarterly*, vol.28, p.468-481