



HAL
open science

Les fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique, outil de croissance et de création de valeur ? Le cas Norgine

Antoine Teste de Sagey

► To cite this version:

Antoine Teste de Sagey. Les fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique, outil de croissance et de création de valeur ? Le cas Norgine. Sciences pharmaceutiques. 2014. dumas-01011246

HAL Id: dumas-01011246

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-01011246>

Submitted on 23 Jun 2014

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

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

Université de Bordeaux
U.F.R. DES SCIENCES PHARMACEUTIQUES

Année 2014

N°33

Thèse pour l'obtention du
DIPLOME d'ETAT de DOCTEUR EN PHARMACIE

Présentée et soutenue publiquement
Par Monsieur Antoine TESTE de SAGEY

Né le 3 Mars 1987 à Bordeaux

Titre de la thèse

**LES FUSIONS-ACQUISITIONS DANS L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE,
OUTIL DE CROISSANCE ET DE CRÉATION DE VALEUR? LE CAS NORGINE**

Directeur de thèse

**Madame le Professeur Marine Aulois-Griot, Professeur de Droit et Economie
Pharmaceutiques à l'Université de Bordeaux**

Jury

Madame le Professeur Marine Aulois-Griot

Président

Madame Céline Pulon, enseignant contractuel à l'Université de Bordeaux

**Madame Christine Adam-Perchec, Business Development Manager Europe chez
UNITHER**

**Thèse pour l'obtention du
DIPLOME d'ETAT de DOCTEUR EN PHARMACIE**

Présentée et soutenue publiquement
Par Monsieur Antoine TESTE de SAGEY
Né le 3 Mars 1987 à Bordeaux

**LES FUSIONS-ACQUISITIONS DANS L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE, OUTIL
DE CROISSANCE ET DE CRÉATION DE VALEUR? LE CAS NORGINE**

Directeur de thèse

Madame le Professeur Marine Aulois-Griot, Professeur de Droit et Economie
Pharmaceutiques à l'Université de Bordeaux

Jury

Madame le Professeur Marine Aulois-Griot

Président

Madame Céline Pulon, enseignant contractuel à l'Université de Bordeaux

Madame Christine Adam-Perchec, Business Development Manager Europe chez
UNITHER

Remerciements

Mes remerciements vont à mes parents pour leur aide, leur motivation et leur soutien dans mes choix académiques,

A mes frères et sœur, à mes grand parents.

A Alexandra pour sa patience et l'aide qu'elle m'a apporté.

A tous mes amis.

Je remercie également Monsieur de Pouvourville, Professeur à l'ESSEC, qui m'a permis d'approfondir ma connaissance des enjeux de l'industrie pharmaceutique, de rencontrer nombre de ses acteurs et m'a accompagné dans la réalisation de cette thèse.

A Monsieur Neil Fish chez Norgine à Londres, pour son accompagnement et ses conseils avisés lors de la réalisation de ce travail.

A Monsieur Julien Michaux chez Norgine à Londres pour sa générosité dans le partage de son savoir et son professionnalisme.

A mes managers et aux personnes que j'ai rencontré lors de mes différentes expériences qui m'ont beaucoup appris.

A mes juges, Madame Céline Pulon, enseignant contractuel à l'Université de Bordeaux, dans le laboratoire de Droit et Economie Pharmaceutiques, Docteur en Pharmacie ; ainsi qu'à Madame Christine Adam-Perchec, business development manager Europe chez le groupe UNITHER, qui ont spontanément accepté la proposition de faire partie de mon jury, je les en remercie très sincèrement.

A mon président de thèse, Madame le Professeur Marine Aulois-Griot, Professeur de Droit et Economie Pharmaceutiques à l'Université de Bordeaux, Docteur en Pharmacie, Docteur de l'Université, qui m'a fait l'honneur d'accepter ce titre et de m'accompagner dans la rédaction de cette thèse. Je la remercie pour son implication et le temps qu'elle m'a accordé.

Qu'elle veuille bien trouver ici l'expression de ma respectueuse et sincère gratitude.

Table des matières

REMERCIEMENTS.....	2
TABLE DES MATIERES.....	3
INDEX DES FIGURES ET DES TABLEAUX.....	6
TABLE DES ABREVIATIONS	8
INTRODUCTION	9
I. LA CRISE DE L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE ET LES NOUVELLES STRATEGIES DE CROISSANCE.....	11
A. BOULEVERSEMENT DE L'ORGANISATION DE L'INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE.....	11
1. <i>Le contexte mondial</i>	11
a. Les difficultés du marché des produits de santé.....	11
b. Les causes de cette évolution	14
2. <i>La crise de l'innovation et les nouvelles barrières</i>	15
a. Diminution de la rentabilité de la recherche des grands laboratoires.....	15
b. Réorganisation de la recherche interne et ses nouveaux objectifs	18
c. Le développement des nouveaux médicaments.....	19
d. Innover à toute les étapes du cycle de vie.....	20
3. <i>La réaction des laboratoires</i>	21
a. Evolution vers la médecine personnalisée.....	21
b. Une modification organisationnelle majeure	22
B. LES DIFFERENTES STRATEGIES ET MODALITES DE CROISSANCE	24
1. <i>La croissance interne</i>	24
2. <i>La croissance externe</i>	25
a. Les fusions-acquisitions	25
b. Les collaborations	25
C. LES OUTILS DE L'ANALYSE STRATEGIQUE ET DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE	27
1. <i>L'analyse de l'environnement macroéconomique par le modèle PESTEL</i>	27
2. <i>Le modèle des 5+1 forces de Porter</i>	27
3. <i>La gestion de portefeuille</i>	28
a. La matrice BCG.....	28
b. La matrice McKinsey	29
c. Le management de la technologie	30
4. <i>L'avantage concurrentiel</i>	31
5. <i>Les différentes orientations stratégiques au niveau de l'entreprise</i>	32
a. Les orientations.....	32
b. La diversification	33
6. <i>Les critères d'évaluation liés à la gestion financière</i>	34
a. La pertinence	34
b. La faisabilité.....	34
c. L'acceptabilité	35
D. COMPARER LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE UTILISEES PAR LES FIRMES.....	36
1. <i>Le choix des fusions-acquisitions</i>	36
2. <i>Les tendances</i>	37
a. Les chiffres	37
b. Les stratégies dans l'industrie pharmaceutique	40

3.	<i>Les opérations pour les produits en phase de développement précoce</i>	40
II.	LA CROISSANCE EXTERNE: L'ACQUISITION D'UN NOUVEAU BUSINESS	43
A.	DEFINITION ET MOTIVATIONS STRATEGIQUES	43
1.	<i>Définition</i>	43
2.	<i>Le processus</i>	43
a.	Le choix de la cible	43
b.	L'évaluation de la cible	44
c.	L'intégration de la cible	45
3.	<i>Les motivations</i>	45
B.	LES MOTIVATIONS FINANCIERES ET LE TRAITEMENT COMPTABLE JUSTIFIANT LES ACQUISITIONS	46
1.	<i>L'influence des actionnaires</i>	46
2.	<i>Les différentes motivations financières : la « time value of money »</i>	47
3.	<i>La valorisation</i>	49
4.	<i>L'impact du traitement comptable</i>	51
5.	<i>Les preneurs de décisions</i>	53
a.	La direction générale	53
b.	L'intervention des banques	54
6.	<i>Le financement des fusions-acquisitions</i>	55
C.	L'UTILISATION MASSIVE DES OPERATIONS DE M&A PAR LES LABORATOIRES	55
1.	<i>La spécificité pharmaceutique</i>	56
2.	<i>Les effets de cette stratégie et la redistribution des pouvoirs</i>	56
D.	CREATRICES OU DESTRUCTRICES DE VALEUR ?	59
1.	<i>Les conditions de succès</i>	59
2.	<i>La destruction de valeur ?</i>	61
3.	<i>Les fusions-acquisitions en dernier recours</i>	61
4.	<i>L'évolution</i>	64
III.	TENDANCES POUR UNE ENTREPRISE DE PETITE TAILLE EN EUROPE, LE CAS NORGINE	65
A.	PRESENTATION DE NORGINE	65
1.	<i>L'entreprise</i>	65
a.	Sa structure	65
b.	Ses produits	68
c.	Son modèle économique	68
2.	<i>La stratégie</i>	69
3.	<i>Les opérations réalisées</i>	70
4.	<i>La problématique</i>	73
B.	COMPARAISON DE LA STRATEGIE DE CROISSANCE DE DEUX LABORATOIRES	74
1.	<i>SANOFI</i>	74
2.	<i>Nordic Group</i>	76
3.	<i>Comparaison des stratégies d'une entreprise cotée et d'une entreprise non cotée</i>	77
C.	TENDANCE CHEZ LES PETITES ENTREPRISES EUROPEENNES	78
1.	<i>Etat des lieux</i>	78
2.	<i>La capacité à réaliser des fusions-acquisitions</i>	80
D.	ANALYSE DE LA PROBLEMATIQUE	81
1.	<i>Les fusions-acquisitions pour Norgine?</i>	81
2.	<i>Résolution du problème et propositions</i>	84

CONCLUSION	86
BIBLIOGRAPHIE.....	88
ANNEXES	91
ANNEXE 1 : ARTICLE « IPSEN SE RENFORCE DANS LES TOXINES BOTULIQUES »	91
ANNEXE 2 : ARTICLE « LES LABORATOIRES, NOUVEAUX BANQUIERS DES BIOTECHS ».....	92
ANNEXE 3 : LE DEAL ROCHE-GENENTECH, “DES SUISSES DANS LA VALLÉE”	94
ANNEXE 4 : INTERVIEW DE JULIEN MICHAUX, DIRECTOR DU VENTURE DEBT DEPARTMENT, NORGINE.....	95

Index des figures et des tableaux

Figure 1 : Dépenses totales et croissance, 2006-2016	11
Figure 2 : Composition des dépenses totales en médicament	12
Figure 3 : La plupart des big pharmas verront une significative proportion de leurs ventes en 2009 menacée en 2015 à cause de la perte des brevets des blockbusters	13
Figure 4 : Les projets intenses de restructurations annoncés par les principales entreprises pharmaceutiques	14
Figure 5 : Dépenses de médicaments et leur croissance dans les 5 premiers pays européens	15
Figure 6 : Augmentation des coûts de R&D	16
Figure 7 : Le dépôt de demande d'AMM stagne (FDA)	16
Figure 8 : Le retour économique des investissements en R&D chez les 10 premiers laboratoires pharmaceutiques	17
Figure 9 : Le modèle de vente devrait évoluer durant le cycle de vie du produit	21
Figure 10 : La chaîne de valeur de Porter	22
Figure 11 : Les modalités de développement stratégique.....	24
Figure 12 : La matrice BCG	28
Figure 13 : La matrice McKinsey	29
Figure 14 : La matrice d'Ansoff.....	32
Figure 15 : Composition du portefeuille des «Big pharmas».....	33
Figure 16 : Acheter, collaborer ou faire soi-même ?.....	36
Figure 17 : Nombre total de fusions-acquisitions entre 2004 et 2013 dans l'industrie pharmaceutique	38
Figure 18 : Valeur totale des fusions-acquisitions entre 2004 et 2013 dans l'industrie pharmaceutique	38
Figure 19 : Nombre de partenariats et valeur des partenariats	39
Figure 20 : Nombre de produits en phase 3 dans le pipeline.....	41
Figure 21 : Répartition du capital entre les actionnaires, le paiement de la dette et des taxes	46
Figure 22 : Valorisation des fusions-acquisitions : le process.....	50
Figure 23 : Représentation d'un investissement sans créer de valeur	52
Figure 24 : Les meilleures banques de conseil en M&A en 2013 dans le monde (en volume, valeur de leurs deals).....	54
Figure 25 : Les fusions-acquisitions déclarées : industrie pharmaceutique et sociétés de biotechnologies, 1988-2013 (Graphique IMAA).....	56
Figure 26 : La puissance de feu : diminution pour les «big pharmas», en augmentation pour les sociétés de biotechnologies et les laboratoires de spécialités (Ernst & Young (EY)).....	57
Figure 27 : Avec une puissance de feu moindre, la part des big pharmas dans les fusions-acquisitions chute (EY)	58
Figure 28 : Les critères de réussite d'une croissance externe.....	60
Figure 29 : La structure de l'utilisation des ressources, revoir les options de constructions, collaborations ou d'achats	62
Figure 30 : La présence globale de Norgine.....	65
Figure 31 : Ventes annuelles nettes des produits Norgine 1996-2011	66
Figure 32 : Norgine – Histoire de l'entreprise	67
Figure 33 : Détails des accords de « licensing-in » signés par Norgine	70

Figure 34 : Détails des accords de « licensing-out » signés par Norgine	71
Figure 35 : Détails des opérations autres que les licences signés par Norgine.....	71
Figure 36 : Synthèse de l’histoire de Sanofi.....	76
Figure 37 : Présentation des laboratoires européens de petite taille.....	79
Figure 38 : Acheter, collaborer ou faire soi-même en fonction de certains critères	81
Figure 39 : Décisions de stratégie de croissance pour Norgine selon différents critères	82
Figure 40 : Notation des différentes stratégies de croissance pour Norgine selon différents critères ..	82
Figure 41 : Evaluation des opportunités de croissance pour Norgine	83

Table des abréviations

CA	Chiffre d'Affaires
CEDD	Center of Excellence for Drug Discovery
CEO	Chief Executive Officer
CF	Cash Flow (flux de trésorerie)
CRO	Clinical Research Organisation
DBA	Disease Biology Area
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EV	Entreprise Value
EY	Ernst & Young (cabinet d'Audit et de Conseil)
FDA	Food and Drug Administration
GSK	GlaxoSmithKline
LEEM	Les Entreprises du Médicament
LOE	Loss Of Exclusivity
M&A	Mergers and Acquisitions
NPV	Net Present Value
OPA	Offre Publique d'Achat
OTC	Over The Counter
PDM	Parts De Marché
PA	Principe Actif
PDG	Président Directeur Général
PV	Present Value
R&D	Recherche et Développement
ROCE	Return On Capital Employed

Introduction

L'industrie pharmaceutique, comme les professionnels de la santé le savent bien, doit faire face à de nombreux défis depuis quelques années. Malgré un marché mondial en croissance tiré par les pays émergents, un accroissement démographique et des produits innovants en phase avancée de développement, le modèle des entreprises est remis en question.

Les produits pharmaceutiques sont de haute technologie, et après des années de découvertes majeures, les laboratoires font face à une crise de l'innovation. Cette affirmation n'est pas tout à fait juste car de nombreux médicaments issus des biotechnologies ont vu le jour ces dix dernières années, et ont permis notamment d'améliorer les traitements contre le cancer ou les maladies auto-immunes.

Les grandes firmes pharmaceutiques voient leurs brevets tomber dans le domaine public et leur recherche peiner malgré une grande augmentation des dépenses en recherche et développement (R&D). La concurrence s'accroît avec la généralisation des génériques et les nouvelles entreprises des pays émergents. A cela s'ajoute la crise économique mondiale depuis quelques années, marquée par la récession de 2008, qui a forcé les gouvernements des pays dits « développés » à mettre en place des mesures de rigueur, notamment en termes de santé. Les médicaments sont particulièrement impactés et subissent une pression sur leurs prix.

En conséquence, ces entreprises essaient d'améliorer la performance de leurs opérations tout au long de la chaîne de valeur pour limiter la diminution des profits, et notamment intensifient leurs activités dites de business développement pour intégrer à leur portefeuille des produits qui ne sont pas issus de leur propre recherche, mais achetés à des startups spécialisées en biotechnologie ou des centres nationaux de recherche.

Dans ce cas, les laboratoires effectuent des opérations dites de fusions-acquisitions en acquérant et intégrant une nouvelle entreprise. C'est cette activité qui nous intéresse particulièrement dans le contexte actuel difficile, en raison de leur grand nombre depuis une dizaine d'années chez les géants de l'industrie du médicament et par la position stratégique des décisions les entraînant. C'est pourquoi nous nous sommes intéressés au sujet des fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique, afin de savoir si elles constituent une bonne voie pour retrouver la croissance et créer de la valeur, plus particulièrement au travers de l'exemple des entreprises de petite taille en Europe, telle que Norgine.

Nous analyserons par nos recherches si les laboratoires arrivent à créer de la valeur et si les plus petits d'entre eux utilisent cette stratégie de croissance.

Dans un premier temps, nous ferons l'état des lieux de la situation des laboratoires pharmaceutiques dans le monde et présenterons les différentes méthodes d'analyse stratégique qui amènent à mettre en place une stratégie de croissance.

Ensuite nous décrirons le concept des fusions-acquisitions pour comprendre l'utilisation de cette stratégie de croissance dans l'industrie pharmaceutique et analyserons son efficacité.

Enfin nous analyserons l'emploi de cette stratégie pour les laboratoires de petite taille en Europe et nous construirons un outil pour comprendre si le laboratoire Norgine a intérêt à réaliser des fusions-acquisitions.

I. La crise de l'industrie pharmaceutique et les nouvelles stratégies de croissance

A. Bouleversement de l'organisation de l'industrie pharmaceutique

1. Le contexte mondial

Cette partie est un aperçu rapide de l'état du marché pharmaceutique mondial et de ses tendances. Les informations de base concernant les produits pharmaceutiques, leur développement et leur mise sur le marché ne seront pas explicitées ici, seuls les points jugés importants concernant les tendances du marché seront développés.

a. Les difficultés du marché des produits de santé

Le marché mondial est en croissance, tiré par la consommation de produits de santé dans les pays émergents (mais dominée par les génériques, produits à faible marge). Malgré un marché de moins en moins dynamique dans les pays développés, notamment décroissant en France en 2012, les pathologies non traitées et les avancées scientifiques en terme de génétique menées par les sociétés de biotechnologies (avec le séquençage de l'ADN ou le clonage d'organes viables par exemple)¹ laissent entrevoir un bel avenir pour l'innovation thérapeutique, donc potentiellement pour l'industrie de la santé. Ci-dessous, nous présentons un graphique détaillant les dépenses de médicaments dans le monde, ainsi que leurs prévisions jusqu'en 2016.

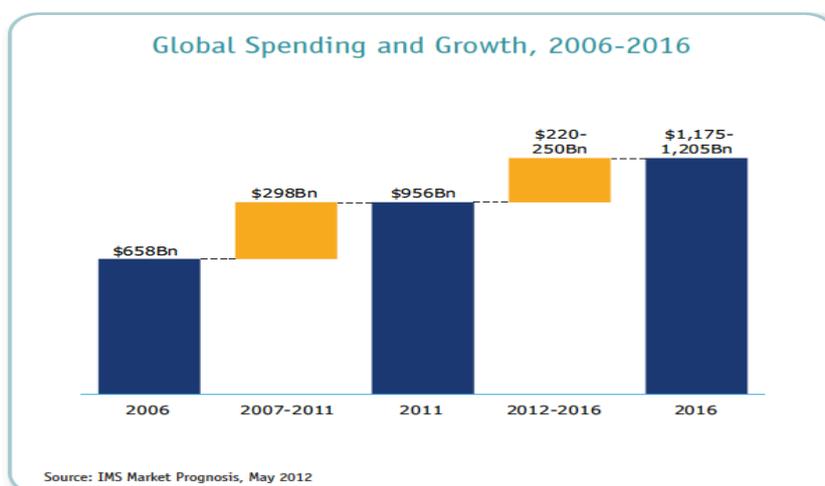


Figure 1 : Dépenses totales et croissance, 2006-2016²

¹ Dr Laurent Alexandre (Médecin, Science-Po, ENA), « La mort de la mort », édition JC Lattès, Avril 2011

² The global use of medicines, Outlook Through 2016 – IMS datas

On remarque que le marché est en croissance même si celle-ci ralentit entre 2011 et 2016. La croissance entre ces deux dates est d'environ 25%, ce qui n'est pas négligeable. Selon ce rapport IMS, les pays développés représentent une faible part de cette croissance, à part les Etats-Unis bénéficiant de l'étendue de la couverture de santé généralisée par l'Obamacare³. Mais on assiste à un recul des marchés matures au profit des pays en développement ; par exemple les dépenses des américains pour les médicaments qui représentaient 41% du marché en 2005 ne représenteront plus que 31% en 2015⁴.

A contrario, la Chine connaîtra un taux de croissance compris entre 19% et 22%, mais dans les pays émergents, 80% des dépenses sont au profit des génériques. Ces marchés sont différents.

La croissance est au ralenti, notamment pour ce qu'on appelle le « Big Pharmas » (cette notion varie, mais on parle souvent des dix premières entreprises mondiales, ou au moins celle ayant un chiffre d'affaires supérieur à dix milliards d'euros) à cause de l'expiration des brevets et d'une augmentation de la maîtrise des dépenses de santé dans les pays développés.

Nous pouvons voir avec le schéma ci-dessous la composition des prévisions de croissance des dépenses de santé.

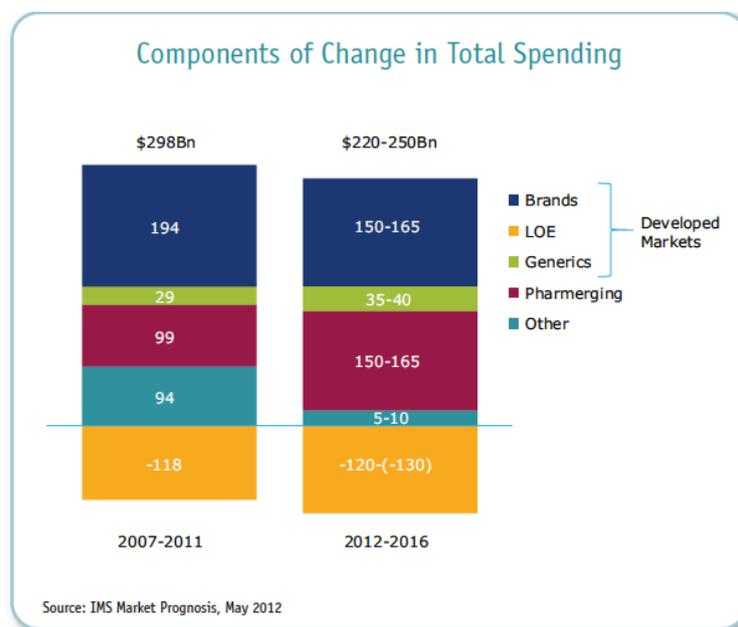


Figure 2 : Composition des dépenses totales en médicament⁵

Analysons les termes :

- « Brands » : dépenses concernant les produits de marque, brevetés dans les pays développés. Elle est en légère baisse.

³ The global use of medicines, Outlook Through 2016 – IMS datas

⁴ Market Prognosis, May 2012 – IMS datas

⁵ The global use of medicines, Outlook Through 2016 – IMS datas

- « LOE » (Loss Of Exclusivity) : représente la chute des recettes due à la perte des brevets dans les pays développés
- « Generics » : ventes de médicaments génériques en augmentation dans les pays développés
- « Pharmerging » : évolutions des ventes dans les pays émergents très largement positives
- « Others » : croissance des ventes dans le reste du monde et les variations du taux de change

Les mauvaises prévisions mises en avant par ce graphique affectent surtout les grands laboratoires pharmaceutiques occidentaux, fabriquant les médicaments dits « princeps » (produit original, non générique). La perte des brevets, non remplacée par des produits innovants, est responsable de la crise qui touche les «Big Pharmas», représentant une très grande part du marché pharmaceutique. Selon une étude Xerfi, « en 2012, c'est plus de 30% du chiffre d'affaires actuel des laboratoires comme BMS, Pfizer, Eli Lilly ou AMGEN qui sera menacée par la concurrence de médicaments génériques à la suite de la perte de un ou plusieurs brevets. »⁶.

La présentation suivante du cabinet de conseil en stratégie Bionest Partners, spécialisé dans l'industrie de la santé, nous détaille pour les grands laboratoires le pourcentage de leurs ventes, représentant leur portefeuille de produits, qui pourrait potentiellement disparaître avec la chute de brevets majeurs. Ces prévisions expliquent les licenciements et restructurations intensives qui ont lieu depuis quelques années dans l'industrie pharmaceutique.

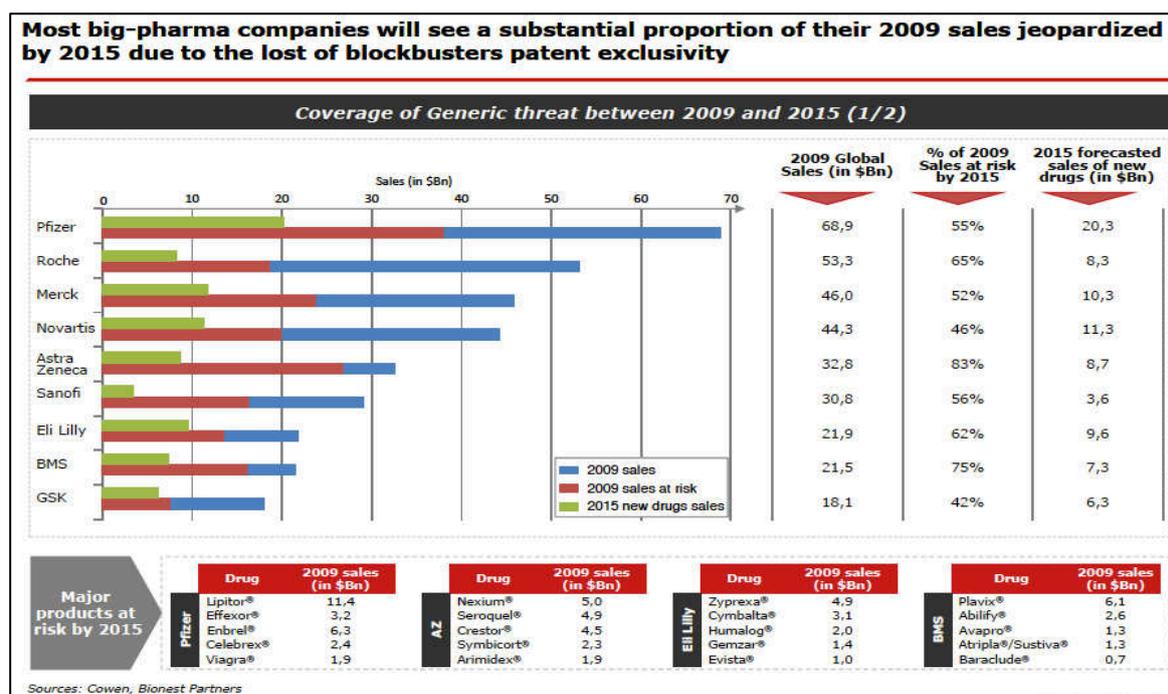


Figure 3 : La plupart des big pharmas verront une significative proportion de leurs ventes en 2009 menacée en 2015 à cause de la perte des brevets des blockbusters⁷

⁶ Etude Xerfi, Les laboratoires pharmaceutiques - Février 2012 France

⁷ Big Pharma's Partnership Strategies in Relation to Biotech Companies, Bionest Partners -December 1st 2011

Ces mauvaises estimations entraînent une réorganisation des effectifs. Nous pouvons voir dans le graphique suivant les prévisions de licenciement.⁸

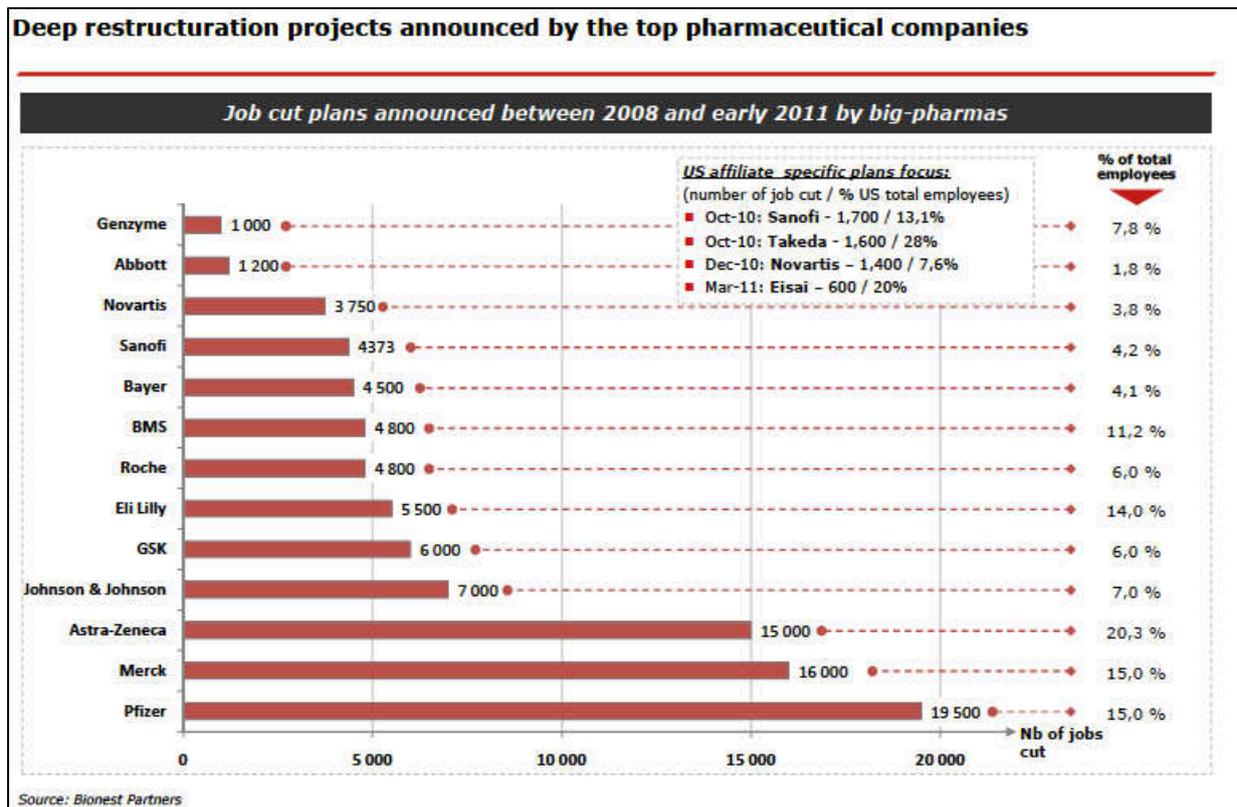


Figure 4 : Les projets intenses de restructurations annoncés par les principales entreprises pharmaceutiques

Ces informations confirment que l'industrie pharmaceutique traverse une crise majeure.

b. Les causes de cette évolution

En plus de la crise de l'innovation, le modèle de l'industrie pharmaceutique est impacté par plusieurs facteurs :

- Un changement de consommation : on assiste au passage du modèle des blockbusters vers des produits plus spécialisés, dits de niche dont l'expertise provient des laboratoires de biotechnologies
- Les dynamiques de marché (éclosion des pays émergents, poussée de la prévention, nécessité de diagnostics)
- Grandes exigences des régulateurs-payeurs (les gouvernements), notamment par l'encadrement des prescriptions, le développement du « pay for performance » (paiement à la

⁸ Big Pharma's Partnership Strategies in Relation to Biotech Companies, Bionest Partners - December 1st 2011

performance). On voit aussi une aversion de plus en plus grande pour le risque, avec le renforcement des études de « safety » (bénéfices/risques) longues.

Le marché européen, qui était si dynamique il y a quelques années, subit de plein fouet cette évolution, comme nous pouvons le voir ci-dessous:

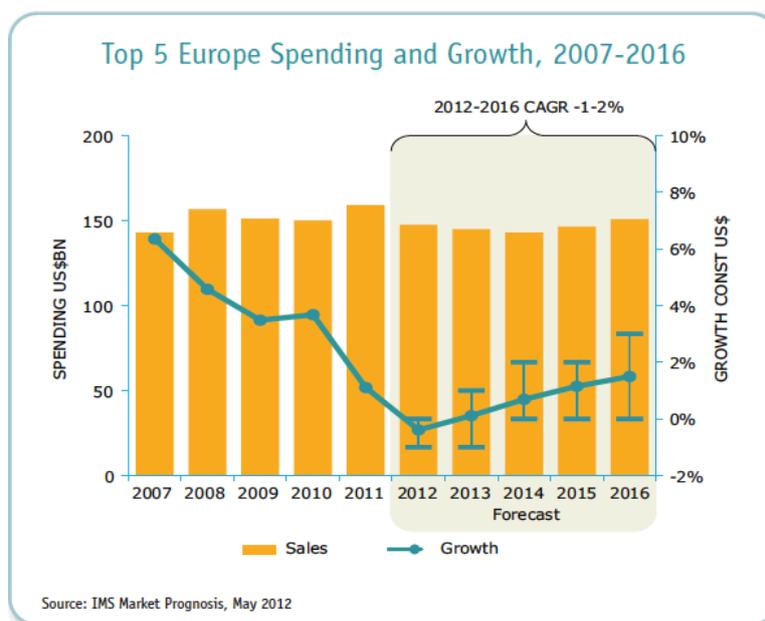


Figure 5 : Dépenses de médicaments et leur croissance dans les 5 premiers pays européens⁹

En Europe, la croissance diminue jusqu'à devenir négative en 2012. Les raisons de cette tendance sont notamment la baisse des prix et les déremboursements massifs des pouvoirs publics, ainsi que la maîtrise des volumes demandée aux prescripteurs. Des réglementations ont été mises en place pour contrer les thérapies onéreuses, favoriser le recours aux génériques et développer le marché des bio-similaires.

2. La crise de l'innovation et les nouvelles barrières

a. Diminution de la rentabilité de la recherche des grands laboratoires

Les dernières années ont été marquées par une diminution de la productivité de la recherche et développement (R&D) et un accès difficile à des innovations radicales. L'innovation est le moteur de

⁹ The global use of medicines, Outlook Through 2016 – IMS datas

la croissance des laboratoires, et selon la presse spécialisée les « 10 leaders mondiaux ont consacré 18% de leur chiffre d'affaires aux dépenses en R&D en 2007 »¹⁰.

Analysons deux faits simples mais qui traduisent la crise actuelle :

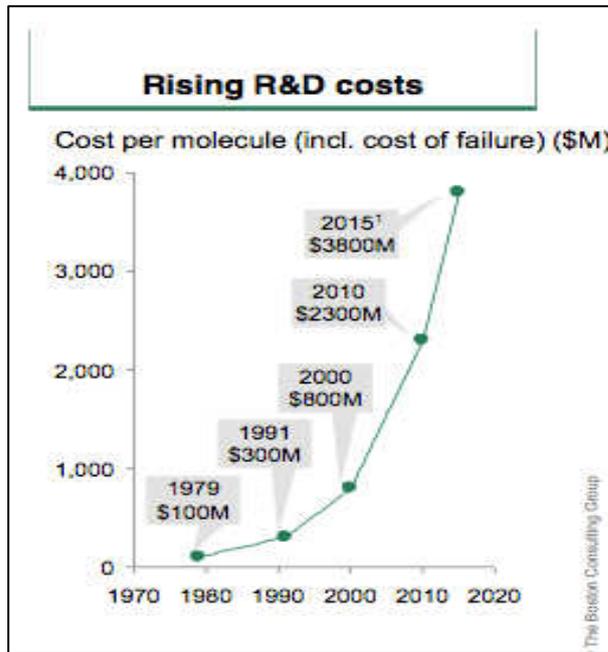


Figure 6 : Augmentation des coûts de R&D¹¹

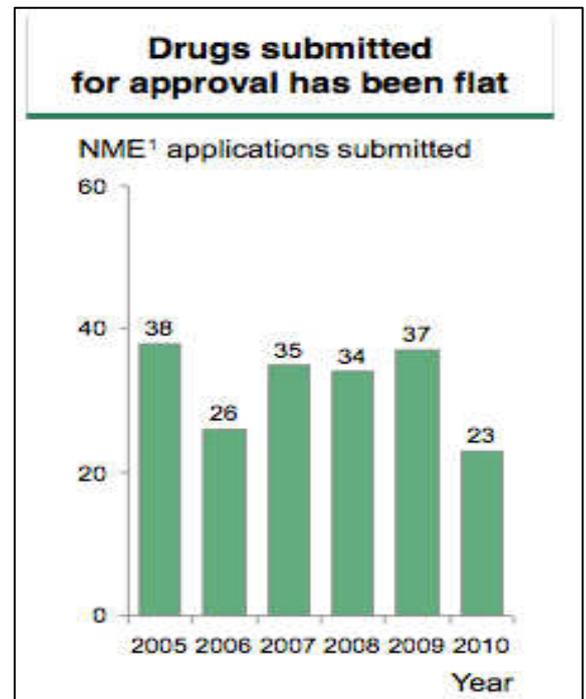


Figure 7 : Le dépôt de demande d'AMM stagne (FDA)¹²

Le graphique de gauche, ci-dessus, présente l'évolution des dépenses de R&D, à partir de 1980 en se projetant en 2020. Celle-ci est exponentielle.

Le graphique de droite présente le nombre de nouveaux produits présentés à la FDA, appelés « NME » (New Molecular Entity). La demande d'autorisation de mise sur le marché est à peu près stable.

Le graphique de droite est construit sur une période plus courte, mais nous comprenons clairement la tendance, la recherche interne des grands laboratoires est de moins en moins efficace. Les coûts de R&D ont plus que triplé en dix ans, mais les patients et le milieu médical ne voient pas arriver de nouveaux médicaments innovants, proportionnellement aux investissements consentis.

¹⁰ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharma à la recherche d'un second souffle »

¹¹ Life Science R&D: "Changing the innovation equation in India" - BCG

¹² Life Science R&D: "Changing the innovation equation in India" - BCG

Une étude du cabinet de conseil McKinsey & Company confirme cette tendance¹³ :

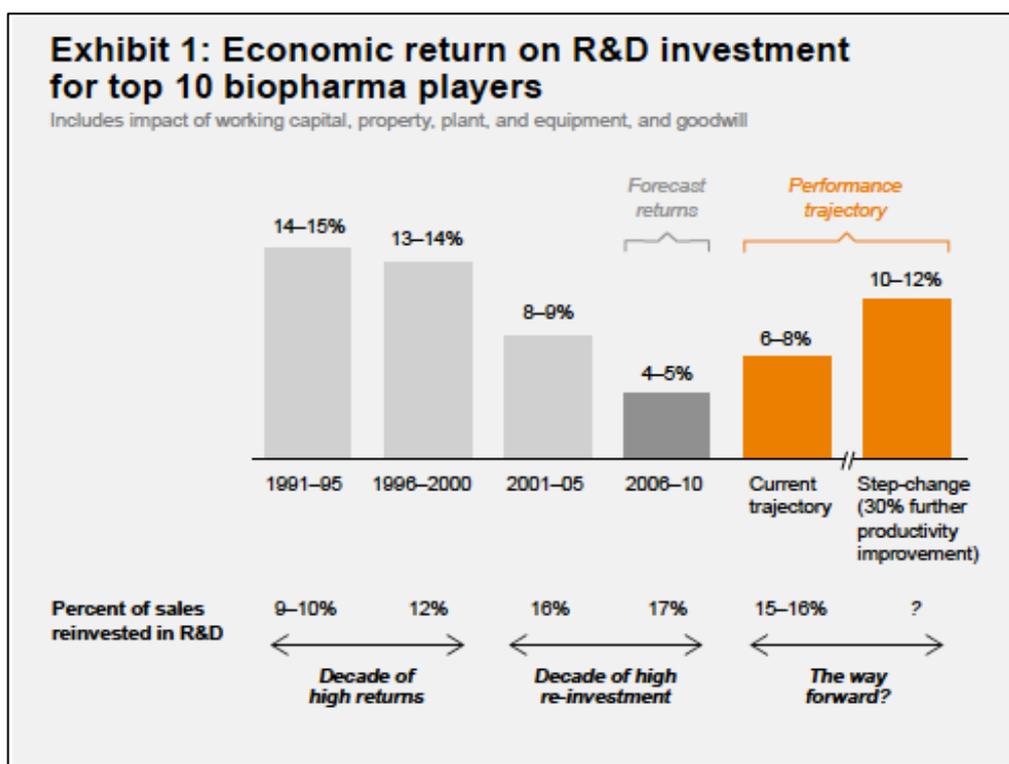


Figure 8 : Le retour économique des investissements en R&D chez les 10 premiers laboratoires pharmaceutiques

L'étude nomme les années 2000-2010 la « décennie du doute », et estime que la moitié de la valeur créée a été détruite par les firmes, notamment avec l'augmentation des dépenses de R&D de 60%¹⁴. Les résultats des dix dernières années sont donc très modestes. Les entreprises en surcapacité, sans productivité, ont dû se restructurer, fermer des sites de production, ou réaliser des fusions-acquisitions pour « acheter » l'innovation. Mais par la réorganisation de la stratégie de R&D que nous verrons plus tard dans cette thèse, les laboratoires devraient retrouver une bonne performance.

Pour nuancer ces faits, il faut savoir que le nombre de molécules en phase trois est passé de 369 à 539 entre 2000 et 2007, provenant essentiellement des techniques de biotechnologie. Il faut donc aussi associer aux problèmes en recherche une évolution majeure ; en effet les payeurs ne veulent plus supporter seuls les risques liés au développement du médicament en accordant des prix élevés. Un transfert et un rééquilibrage du risque s'est effectué¹⁵.

¹³ McKinsey perspectives on drug & devices R&D 2012 « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ».

¹⁴ McKinsey perspectives on drug & devices R&D 2012 « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ».

¹⁵ Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

Le rapport McKinsey précise aussi que les laboratoires de biotechnologies (entreprises pharmaceutiques innovantes, petites ou grandes, spécialisées en biotechnologie) arrivent à un plafond en terme d'innovation, en effet les anticorps monoclonaux agissent sur un certain nombre de cibles thérapeutiques et actuellement beaucoup de produits similaires sont présentés (on peut citer le cas du cancer colorectal avec des traitements comme Erbitux®, Vectibix® ou Avastin®). Il y a donc une grande concurrence en oncologie (et ces aires de recherche sont très onéreuses, participant à l'explosion des coûts de R&D).

b. Réorganisation de la recherche interne et ses nouveaux objectifs

Réorganisation par pôles restreints

L'industrie a réagi à la diminution de la rentabilité de sa recherche en modifiant son organisation. Les laboratoires se recentrent sur certaines aires thérapeutiques qu'ils ont jugées stratégiques ou qui sont liées à leur savoir-faire. Par exemple Merck&Co a défini neuf classes thérapeutiques prioritaires recevant 70% des investissements, privilégiant les domaines des anticancéreux, des vaccins ou du métabolisme. Le laboratoire anglo-saxon GlaxoSmithKline (GSK) s'est réorganisé en petites unités indépendantes, huit CEDD (Centers of Excellence for Drug Discovery) chacune dédiée à une maladie, avec une plus grande liberté d'action. Enfin Roche a mis en place en 2007, cinq DBA (Disease Biology Area) autonomes spécialisées par domaine thérapeutique¹⁶.

Les laboratoires s'organisent en centres plus autonomes, et cherchent à diminuer le poids de la structure qui étouffait les unités devenues non-productives. Les équipes sont donc restreintes et le nombre de projets prioritaires diminue.

Objectifs

Le rapport McKinsey¹⁷ donne quelques pistes et objectifs en ligne avec l'évolution actuelle. Il préconise la gestion des équipes de R&D comme des petites startups, sans manager général, en insistant sur le fait que les leaders (chercheurs) doivent prendre des décisions dépassionnées, qui peuvent les conduire à vendre ou licencier des molécules qui seraient plus profitables dans les mains d'un autre. Les entreprises doivent motiver par des primes la capacité à arrêter certains programmes, et l'équipe doit gérer ses produits en développement comme son propre investissement.

¹⁶ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharma à la recherche d'un second souffle »

¹⁷ McKinsey perspectives on drug & devices R&D 2012 « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ».

Ensuite il faut appliquer le même niveau de détails que le feraient les autorités, avoir les mêmes capacités à évaluer un futur produit comme lors d'un accord de licence par exemple, et enfin adopter l'approche des « Venture Capitalist » (fonds d'investissement) pour les décisions R&D. C'est-à-dire réaliser des analyses très rigoureuses du potentiel d'un nouveau produit, en construisant un business plan et en évaluant le risque financier, ce qui devrait permettre de mettre en œuvre seulement les projets potentiellement rentables et nécessaires aux patients.

Les équipes voient maintenant arriver des produits issus de collaborations (licensing, co-développements, co-inventions), de partenariats « early-stage » (étapes précoces du développement) qui sont inclus dans le pipeline.

Enfin le rapport recommande d'être souple dans le financement de la recherche et de ne pas avoir une dotation globale fixe qui est en général égale à 15% du chiffre d'affaires, elle pourrait varier entre 5% et 25% en fonction des années, de la qualité du pipeline et de son évolution.

c. Le développement des nouveaux médicaments

La nature des médicaments a changé, les nouveaux traitements sont de plus en plus destinés à être prescrits par des spécialistes, majoritairement en prescription initiale hospitalière, visant des pathologies ciblées. « Chez Merck&Co, Novartis et BMS, ils atteignent 80% des molécules en développement »¹⁸.

Les classes thérapeutiques prioritaires évoluent, on retrouve :

- Les anticancéreux
- Les vaccins
- Le métabolisme
- Le système nerveux central (SNC)
- Les anti-infectieux (de moins en moins)

L'oncologie en général, le diabète, l'asthme, les maladies auto-immunes (sclérose en plaque par exemple), les antirétroviraux, sont des aires privilégiées des laboratoires car les données épidémiologiques présentent malheureusement une augmentation de leur incidence¹⁹.

La production industrielle de ces nouvelles molécules est onéreuse mais aussi le développement clinique coûte plus cher, représentant une part plus importante du budget, car la sécurité des produits

¹⁸ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharmas à la recherche d'un second souffle »

¹⁹ IMS institute for healthcare informatics: Therapy forecaster 2011

est de plus en plus surveillée. Le risque d'échec étant grand, les laboratoires veulent collaborer plus en amont avec les autorités régulatrices, pour intégrer leurs demandes au plus tôt dans le design des essais cliniques²⁰. Nous n'avons pas parlé des résultats en vie réelle, qui prennent une place de plus en plus importante, pour permettre aux autorités de modifier les prix et remboursements en fonction de l'efficacité des médicaments.

d. Innover à toute les étapes du cycle de vie

La commercialisation se complique aussi, avec une concurrence grandissante et la nécessité d'optimiser les rendements des produits encore protégés par leurs brevets et non encore « génériques ».

L'enjeu majeur est de cibler le bon patient et de se focaliser sur son choix, même si souvent plusieurs groupes peuvent être traités. En effet, les laboratoires doivent s'adresser aux prescripteurs de façon claire et concise, car ils sont peu disponibles pour écouter les messages scientifiques et commerciaux. Il faut au préalable absolument comprendre la motivation d'un médecin de prescrire tel ou tel médicament²¹. En identifiant les maillons influents à chaque étape de la vente d'un produit, notamment les médecins leaders, on devient plus efficace. On se disperse moins et on obtient une efficacité supérieure.

Il est nécessaire d'être capable de s'adapter en permanence pour déterminer les moteurs des ventes, qui varient durant le cycle de vie d'un médicament et en fonction des aires thérapeutiques. Le graphique suivant nous permet de comprendre que la réussite commerciale est composée d'un ensemble d'éléments qui évoluent au fil du temps, les équipes doivent donc être de plus en plus souples et se remettre en question en permanence pour optimiser le modèle de vente.

Les événements majeurs comme l'arrivée d'un nouveau concurrent, l'obtention d'une nouvelle indication, la sortie du premier générique dans l'aire thérapeutique ainsi que les quelques années/mois précédant la perte de l'exclusivité de commercialisation doivent entraîner une adaptation et une modification du modèle de vente. Cette adaptation peut se faire par exemple au niveau de la cible, de la communication scientifique, de l'avantage concurrentiel mis en avant ou de la distribution des forces de ventes.

²⁰ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharma à la recherche d'un second souffle »

²¹ "Brand renaissance: five ways to win commercially in pharmaceutical markets" Dec 2011 - BCG

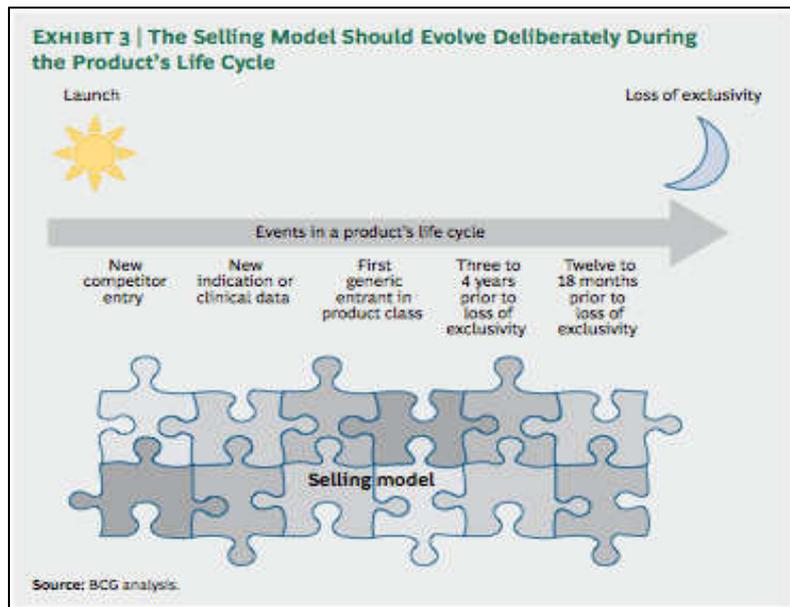


Figure 9 : Le modèle de vente devrait évoluer durant le cycle de vie du produit.²²

3. La réaction des laboratoires

a. Evolution vers la médecine personnalisée

Les médicaments ont évolué ; on est passé de molécules chimiques à des protéines vivantes, qui ciblent mieux la maladie. Les laboratoires orientent leur recherche et leurs acquisitions vers des produits ultra spécialisés, destinés à des pathologies avec une épidémiologie faible mais à des prix extrêmement élevés et bénéficiant de bon taux de remboursement. Les pathologies traitées par ces produits sont souvent très graves (cancers, maladies-auto-immunes, dégénérescences, ...).

Liées à cette évolution, de nouvelles opportunités émergent comme l'identification des bio-marqueurs et leurs usages. Les diagnostics-compagnons peuvent permettre de savoir si un médicament sera efficace sur un cancer particulier, en fonction du patrimoine génétique du patient, par l'expression de certaines hormones. C'est l'avènement de la médecine personnalisée. Le modèle économique des diagnostics-compagnons n'est pas encore clair, mais ce sont des opportunités évidentes pour mieux traiter les patients, avec un potentiel commercial.

Ces produits sont destinés à des médecins spécialistes, permettant aux laboratoires de limiter leurs forces de ventes, centres de coûts majeurs. Ce courant pourrait même faire ressusciter des molécules

²² "Brand renaissance: five ways to win commercially in pharmaceutical markets", Dec 2011 - BCG

abandonnées dans le passé²³. On voit donc apparaître des produits dits de « niche », comme Avastin®, du laboratoire Suisse Roche, qui avec ses plus de six milliards de dollars de ventes dans le monde en 2012 est un des blockbusters des biotechnologies !

Alors les firmes se sont mises à réaliser des accords. Selon un article publié dans la revue Pharmaceutiques en 2008, « environ un tiers de la recherche de GSK vient désormais de l'extérieur et les molécules en phase 3 sont privilégiées »²⁴, même si celles-ci sont onéreuses. Les fusions-acquisitions à visée R&D sont aussi importantes ciblant des petites « biotechs » ou des grands groupes (AstraZeneca - MedImmune, Roche- Genentech ou Sanofi- Genzyme, pour ne citer qu'eux).

b. Une modification organisationnelle majeure

Le schéma ci-dessous présente la chaîne de valeur de Porter. Selon ce modèle, toutes les fonctions vitales et support sont intégrées dans l'entreprise. La tendance est actuellement à la désintégration, des parties du business sont sous-traitées à des spécialistes, à moindres coûts et optimisées (attention, la perte de confidentialité peut être un risque).

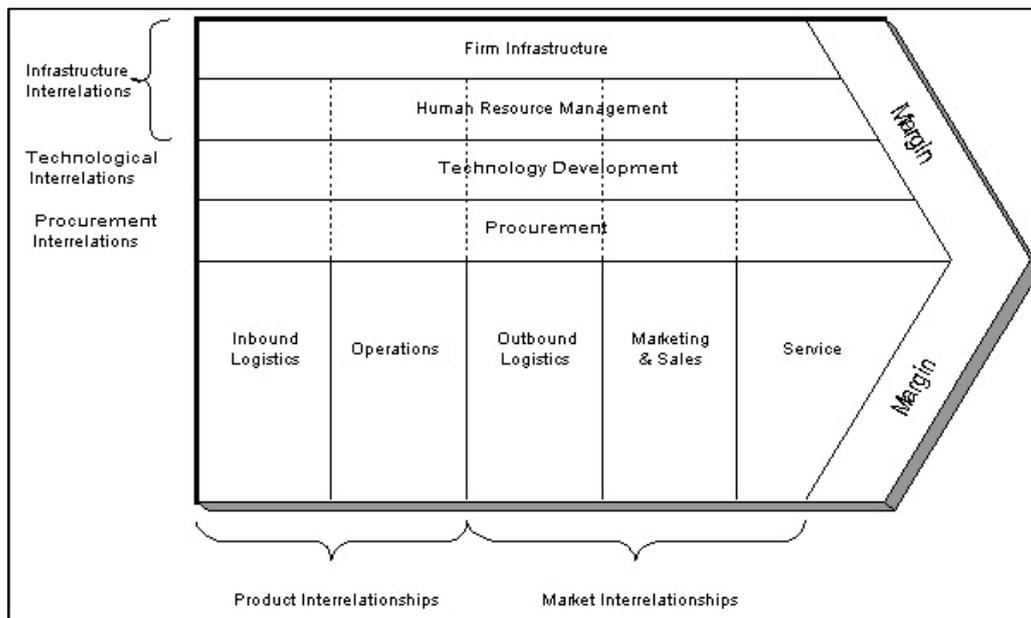


Figure 10 : La chaîne de valeur de Porter²⁵

Les fonctions décrites par Mickael Porter permettent d'obtenir un avantage concurrentiel, et doivent être intégrée à la structure. Les activités principales sont la logistique, la fabrication, la distribution, le

²³ McKinsey perspectives on drug & devices R&D 2012 « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ».

²⁴ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharmas à la recherche d'un second souffle »

²⁵ Mickael Porter, Livre « L'avantage concurrentiel » 1980, multiples éditions

marketing, les ventes et les services. Les autres activités sont en support. Ces différentes étapes doivent générer de la valeur pour les clients²⁶.

En pharmacie, « *les opportunités existent pour séparer celui qui trouve, celui qui développe et celui qui commercialise la molécule* »²⁷. Ainsi on assiste de plus en plus fréquemment à une externalisation des développements pour les actifs non stratégiques. Certaines structures comme les CRO (Contract Research Organisations) apparaissent dans les années 1990 (quand les coûts de développement ont commencé à augmenter et que les prix des médicaments eux diminuaient)²⁸. Elles gèrent par exemple les essais cliniques ou certains développements. Dans ce démantèlement de la chaîne de valeur, des laboratoires se spécialisent fournissant une expertise réglementaire ou marketing. La production est parfois aussi sous-traitée.²⁹

Une société américaine comme Ligand Pharmaceuticals Inc. ne gère que des produits acquis par « licence » en n'assumant pas les coûts de production ou de commercialisation. Pour l'instant l'équipe se compose seulement de vingt personnes. C'est un nouveau modèle qui optimise les coûts au maximum et maximise les rendements. Leur activité majeure est du « business développement ».

Enfin les grands laboratoires se sont diversifiés pour limiter la perte lors de l'arrivée des génériques, par l'acquisition de génériqueurs. Chaque grand groupe pharmaceutique a son propre génériqueur (Sandoz pour Novartis, Zentiva pour Sanofi ou Biogaran pour Servier).

²⁶ Cours de Jérôme Barthelemy « Management stratégique » ESSEC

²⁷ McKinsey perspectives on drug & devices R&D 2012 « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ».

²⁸ CRO : an industry analysis, Maysoun Dimachkie Masri, assistant professor, College of Health and Public Affairs, University of Central Florida

²⁹ Pharmaceutiques Septembre 2008, Dossier recherche, « R&D, les Big pharmas à la recherche d'un second souffle »

B. Les différentes stratégies et modalités de croissance

Le schéma suivant présente les modalités de croissance à disposition d'une entreprise.

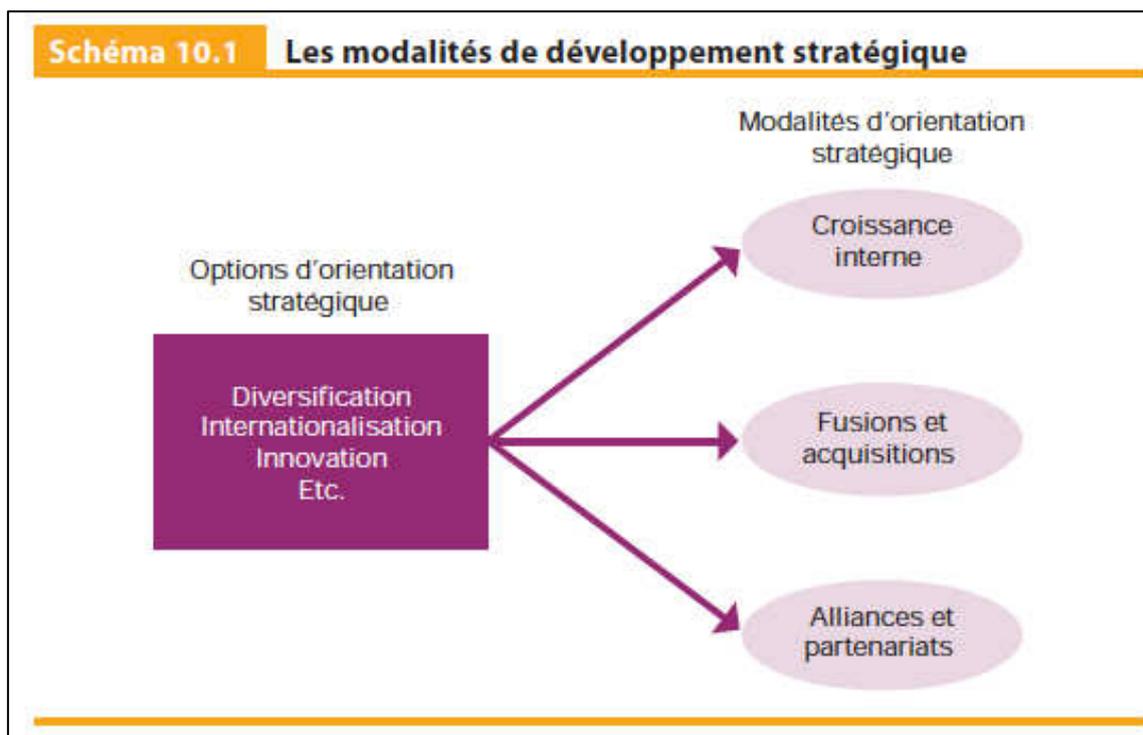


Figure 11 : Les modalités de développement stratégique³⁰

1. La croissance interne³¹

Elle consiste à développer les stratégies en construisant soi-même les ressources et compétences de l'organisation. Celle-ci préfère développer des innovations en interne pour renforcer les compétences fondamentales et maintenir ainsi un avantage concurrentiel. On l'appelle aussi la croissance organique.

Si l'on veut préserver son indépendance stratégique, c'est la seule possibilité de développement. Elle permet l'étalement de l'investissement, même si il est plus coûteux, et de minimiser les ruptures brutales. Une entreprise s'oriente aussi vers cette stratégie quand rien n'est disponible dans l'environnement proche. Habituellement, un laboratoire possède des équipes de recherche qui trouvent et élaborent de potentiels nouveaux traitements, et travaillent avec les équipes de

³⁰ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

³¹ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

développement pour gérer les différentes phases. Les équipes responsables de la commercialisation interviennent ensuite pour préparer et gérer la mise sur le marché.

L'industrie pharmaceutique fonctionne historiquement comme cela, mais la particularité de la protection des brevets et les besoins rapides de relais de croissance poussent à utiliser une stratégie de croissance externe.

2. La croissance externe

La croissance externe consiste à acquérir des activités qui vont participer à la croissance, sans les développer en interne, ou en tout cas n'étant pas l'initiateur. Des compétences et des ressources externes sont parfois nécessaires pour déployer la stratégie voulue.

On distingue les fusions-acquisitions et les collaborations (alliances et partenariats).

a. Les fusions-acquisitions

Une acquisition correspond au rachat d'une organisation par une autre organisation et une fusion correspond à des décisions mutuellement consenties par des organisations de partager leurs possessions.

On parle de fusions-acquisitions (ou M&A : Mergers and Acquisitions en anglais) car la frontière entre ces deux notions est trouble. Néanmoins, certaines acquisitions ne sont pas fusionnées (exemple de Roche-Genentech au début), pour laisser se développer librement et ne pas perturber la cible de l'entreprise.

b. Les collaborations³²

Elles n'impliquent pas forcément la création d'une organisation commune. On distingue ici les alliances des partenariats. Concrètement, les collaborations peuvent correspondre à des co-développements de produits ou des co-promotions.

Une alliance représente une collaboration entre deux organisations concurrentes.

³² Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

Un partenariat est une collaboration entre deux organisations qui ne sont pas concurrentes (client-fournisseur par exemple).

Un accord de licence peut être mis en place quand une entreprise veut les droits de commercialisation d'un produit, pour un ou plusieurs pays. C'est fréquent dans les industries à fort contenu scientifique, comme dans le monde pharmaceutique. L'entreprise acquéreuse devra payer des droits (upfront) ainsi que des royalties sur les ventes. Cet accord permet de réduire les risques financiers. Dans le cas d'un médicament en développement, « l'upfront » sera de plus en plus important en fonction de l'avancée des études cliniques. En effet en phase 3, les risques d'échec sont moins importants qu'en phase 1. Par ce moyen, une entreprise peut se développer et apprendre pour un coût inférieur à celui d'une croissance externe.

Les formes:

- Joint-ventures : deux organisations indépendantes possèdent une entité juridique créée conjointement pour la circonstance ;
- Réseaux ou consortiums (qui sont mis en place lors d'une collaboration temporaire entre plusieurs acteurs).

Les conditions de succès :

- L'intention stratégique doit être claire et il faut veiller à la compatibilité des ambitions ;
- Les avantages espérés : il faut une volonté d'échanger des informations sur la performance respective des partenaires ;
- La gestion de la relation : le soutien des dirigeants est indispensable pour assurer la compatibilité au niveau opérationnel.

On s'aperçoit donc qu'il existe trois grands axes majeurs de croissance : construire par soi-même une activité, collaborer-louer une activité ou acheter une activité.

Nous verrons que les fusions-acquisitions sont largement préférées mais que les partenariats sont de plus en plus utilisés également par les firmes pharmaceutiques. Souvent, les partenariats prennent place pour appuyer l'extension géographique, et les acquisitions pour acquérir des activités qui ne faisaient pas partie du cœur de métier de l'entreprise.

C. Les outils de l'analyse stratégique et de la gestion de portefeuille³³

Pour savoir quels outils de croissance sont privilégiés, il faut comprendre comment on met en place une stratégie. Les techniques suivantes sont les plus usitées.

1. L'analyse de l'environnement macroéconomique par le modèle PESTEL

Ce modèle permet à une entreprise d'avoir une vue d'ensemble en s'interrogeant sur son environnement, pour pouvoir construire des scénarii éventuels. Les influences environnementales sont réparties en six catégories :

- Politiques : pouvoirs publics
- Economiques : facteurs macroéconomiques, évolutions
- Sociologiques : évolutions culturelles et démographiques
- Technologiques : état des lieux, impact des évolutions
- Ecologiques : impact des nouvelles réglementations et anticipation
- Légales : synthèse des contraintes juridiques liées au secteur d'activité concerné

2. Le modèle des 5+1 forces de Porter

Ce modèle permet d'évaluer l'attractivité d'une industrie en fonction de la concurrence. En effet l'objectif d'une organisation est d'obtenir un avantage concurrentiel.

On essaie donc de mesurer et de hiérarchiser les cinq forces de la concurrence, car chacune peut capter une partie du profit et déstabiliser l'équilibre du secteur. La sixième force est l'Etat, par son rôle et son pouvoir législateur, réglementaire ou de taxation.

Ces forces sont :

- Les entrants potentiels (nouveaux produits et nouvelles entreprises qui se lancent sur un marché), en fonction des barrières à l'entrée (financières, commerciales, technologiques). Ces trois contraintes sont très élevées dans le domaine pharmaceutique ;
- Les substituts : produits ou services avec un bénéfice équivalent, mais une approche différente ;

³³ Partie réalisé grâce aux : Cours de marketing –Valérie Dailly – ESSEC ; Cours de Jérôme Barthelemy « Management stratégique » ESSEC et Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

- La négociation des acheteurs : le pouvoir de négociation des acheteurs est élevé s'ils sont peu nombreux ;
- La négociation des fournisseurs : approvisionnent l'organisation de ce dont elle a besoin pour produire (très varié). Leurs pouvoirs sont importants s'ils sont concentrés ;
- L'intensité concurrentielle : entre les concurrents, elle est élevée si les barrières à l'entrée sont faibles. Les concurrents sont les organisations qui proposent des services ou des produits semblables aux mêmes clients ;
- La sixième, le rôle des pouvoirs publics : les autorités ont le pouvoir de modifier la capacité d'une entreprise à générer du profit (si l'Etat est client, financeur, par ses impôts ou si il dresse des barrières à l'entrée.) Ce rôle est très important dans le monde du médicament, les gouvernements fixant les prix et décidant du remboursement des produits.

3. La gestion de portefeuille

Deux outils sont à disposition pour gérer un portefeuille d'activités et allouer les ressources. On doit évaluer en permanence l'équilibre, la génération de profit, le potentiel de croissance et exploiter les synergies. L'évaluation du portefeuille permet aussi à la direction d'une entreprise de prendre des décisions stratégiques ; notamment d'acquisitions de nouveaux business.

a. La matrice BCG³⁴

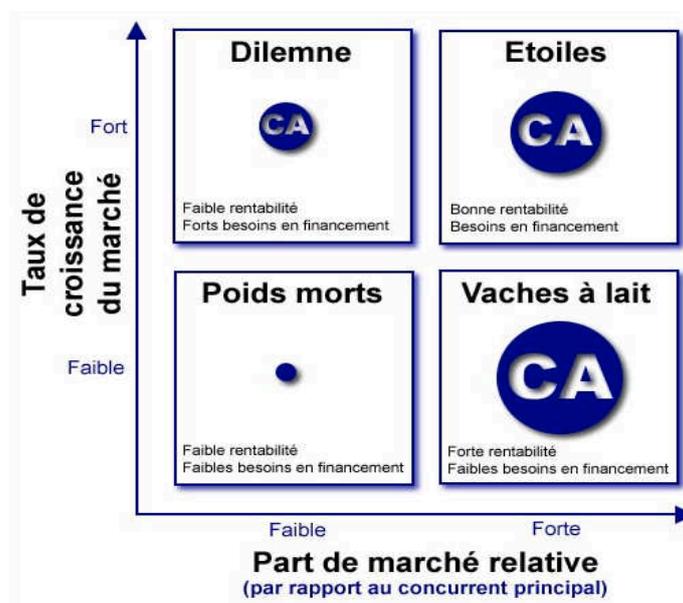


Figure 12 : La matrice BCG

³⁴ Site internet: Businesspme.com, <http://www.businesspme.com/article/le-mod-du-bcg-matrice-bcg-/894.html>

Elle permet de répartir les produits en fonction de leurs perspectives de croissance. On positionne les produits selon leur part de marché relative (Chiffre d'affaires (CA) du produit sur le CA du principal concurrent) et le taux de croissance du marché.

Les dénominations sont assez explicites, il faut qu'il existe un certain équilibre dans le portefeuille. Le produit « vache à lait » va financer d'autres activités en particulier les étoiles et les dilemmes (choisis), car il est leader dans son domaine et ses besoins d'investissement sont faibles.

Cependant cette image est très simpliste, et par exemple elle n'indique pas que pour se financer on peut aller chercher des capitaux sur des marchés externes, ou encore que certains modèles économiques de produits (de niche) à faibles parts de marché (PDM) permettent de dégager des profits importants (aussi une forte PDM n'est pas un gage de rentabilité).

Exemple du Movicol ® de Norgine : produit leader sur son marché, mais à la rentabilité limitée, due à des coûts de production élevés.

b. La matrice McKinsey

Elle positionne les activités en fonction de l'attrait de leurs marchés et des atouts concurrentiels de l'entreprise. On repère les activités qui ont un fort potentiel de croissance et des atouts, pour leur allouer les ressources en priorité.

		Position Concurrentielle		
		Forte	Moyenne	Faible
Attrait du Marché	Élevé	Maintenir sa Position	Investir pour croître	Investir Sélectivement
	Moyen	Investir Sélectivement	Rentabilité Sélective	Expansion limitée ou récolte
	Faible	Protéger et se re-concentrer	Rentabilité Sélective	Abandonner

Investir / Croître	Statu quo	Exploiter / Abandonner
--------------------	-----------	------------------------

Figure 13 : La matrice McKinsey

Cette matrice est plus élaborée que la BCG, incluant un plus grand nombre de facteurs, et ne reposant pas sur le taux de croissance de l'industrie. Mais les termes sont un peu imprécis. Pour définir les atouts : un PESTEL, une analyse des 5+1 forces de Porter, de la chaîne de valeur et une cartographie des activités sont recommandées.

A ces matrices, s'ajoutent l'intuition des directions générales et leurs motivations personnelles. Les actionnaires font aussi pencher les décisions lors des choix stratégiques importants, comme les acquisitions.

c. Le management de la technologie

L'industrie pharmaceutique est particulière car elle repose sur une technologie de pointe et est très réglementée. La particularité de la protection du brevet et le pouvoir des autorités scientifiques laissent peu de liberté au marketing. Pour ces raisons, tous les outils analytiques présentés ne sont pas forcément nécessaires et une analyse simplifiée de quelques critères clés: brevets – concurrents - guidelines – prix, peut suffire à orienter la stratégie d'un laboratoire ou mesurer le potentiel d'un autre.

En effet, la technologie est le levier stratégique dans l'industrie pharmaceutique. Les «Big pharma» maîtrisent toutes un certain nombre de technologies (recherche, développement, production) proches, mais les innovations de pointe proviennent actuellement de petites structures, qui sont des cibles privilégiées d'achats. Les fusions-acquisitions permettent d'acquérir la technologie, sans prendre le temps de la développer.

Mais alors faut-il développer ou acquérir des technologies ?

« Les acquisitions (de brevets, de licences, d'entreprises innovantes) correspondent aux situations dans lesquelles la vitesse est tellement essentielle que l'apprentissage prendrait trop de temps. Elles se justifient aussi quand la complexité technologique est trop importante. »³⁵

Actuellement, la vitesse est essentielle pour les firmes.

³⁵ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

4. L'avantage concurrentiel

Une entreprise cherche à identifier et exploiter les capacités stratégiques (génératrices de valeur). Pour avoir un avantage concurrentiel, celles-ci doivent être :

- Rares ;
- Robustes, soit non imitables et durables ;
- Non substituables ;
- Dynamiques (les renouveler). Les stratégies d'acquisition ou d'alliance en sont un bon exemple.

Ces méthodes d'analyses permettent à une entreprise de se positionner dans le marché et d'évaluer les actions stratégiques à mettre en place pour croître. Pour conquérir une PDM supérieure à celle de ses concurrents, il y a plusieurs stratégies marketing :

- La stratégie de différenciation : par le bas pour une offre de qualité inférieure ou par le haut pour une offre de qualité supérieure (sophistication). Dans ce cas, il faut faire attention à bien identifier ses clients potentiels. De plus celle-ci a du sens lorsque la technologie ou le marché est mature ;
- La stratégie hybride : en apportant une valeur plus importante à un prix inférieur aux concurrents (attention à bien gérer sa structure de coûts) ;
- La stratégie de focalisation : qui correspond à une stratégie de niche. C'est une offre très différenciée qui cible un segment de marché très spécifique (une bonne niche doit être protégée des gros concurrents).

Il est préférable de choisir un positionnement clair, pour que l'offre soit lisible pour les clients.

Le marché de la santé étant très particulier, certaines de ces stratégies ne sont donc pas applicables car le secteur est très réglementé par les pouvoirs publics. Les médecins (les prescripteurs) ne sont pas les clients finaux et consommateurs. Les patients dans la majorité des actes ne sont pas sensibles au prix, ne payant pas leurs traitements. Enfin la valeur d'un produit est très clairement perceptible par les résultats cliniques, et est moins liée à une perception de valeur par le « client ».

Cependant on retrouve dans le monde de la santé quelques positionnements stratégiques :

- Les génériques et la stratégie de volume (faibles coûts et prix faibles) ;
- Les nouveaux produits de biotechnologie, de niches, très onéreux qui concernent très peu de patients ;
- Ou les diagnostics compagnons, qui représentent une extension du marché pour un même traitement.

5. Les différentes orientations stratégiques au niveau de l'entreprise

a. Les orientations

La matrice d'Ansoff présente les orientations de développement stratégique qui s'offrent à une organisation³⁶.

La plupart des organisations débutent en A.

		Produits	
		Existants	Nouveaux
Marchés	Existants	A. Pénétration de marché Consolidation	B. Nouveaux produits et services
	Nouveaux	C. Développement de marchés	D. Diversification

Figure 14 : La matrice d'Ansoff

Nous distinguons :

- La pénétration de marché : accroître la PDM ;
- La consolidation : elle consiste à étendre la position de l'entreprise avec la même offre existante sur le même marché, parfois par le rachat de concurrents ;
- Le développement de produits / offres nouvelles sur un marché existant (innovations, investissements) ;
- Le développement de marché : proposer l'offre existante sur de nouveaux marchés (géographies, nouveaux usages ou nouveaux segments) ;
- La diversification : s'engager dans des domaines d'activité où l'entreprise n'est pas encore présente.

Dans ces deux dernier cas, par exemple, on accroît l'efficacité, on fait des « économies de champ ». On accroît le périmètre d'activités de l'organisation et on profite des synergies entre les activités.

On parle de synergies quand « au moins deux domaines d'activités sont complémentaires et combinés, et leur performance est supérieure à la somme de leurs performances individuelles ».³⁷

³⁶ Harvard Business Review, « Strategies for Diversification », 1957, Igor Ansoff

³⁷ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

b. La diversification

On peut se diversifier pour :

- Réagir au déclin du marché
- Répartir les risques au long d'une plus grande série d'activités
- Répondre aux attentes des parties prenantes exigeantes.

La particularité du marché pharmaceutique, avec une durée de commercialisation limitée, fait que l'entreprise doit être en permanence en train d'essayer de développer un nouveau produit ou de se diversifier.

La pénétration, la consolidation et le développement de marché est très intégrée et très rapide pour les laboratoires. Des opérations de fusions-acquisitions ou des accords de licence peuvent avoir lieu pour aider des structures à toucher de nouveaux marchés (géographiquement).

Mais ces opérations sont surtout très courantes lors du processus de diversification. Les laboratoires ont différentes stratégies de diversification et le schéma suivant nous en présente quelques-unes³⁸ :

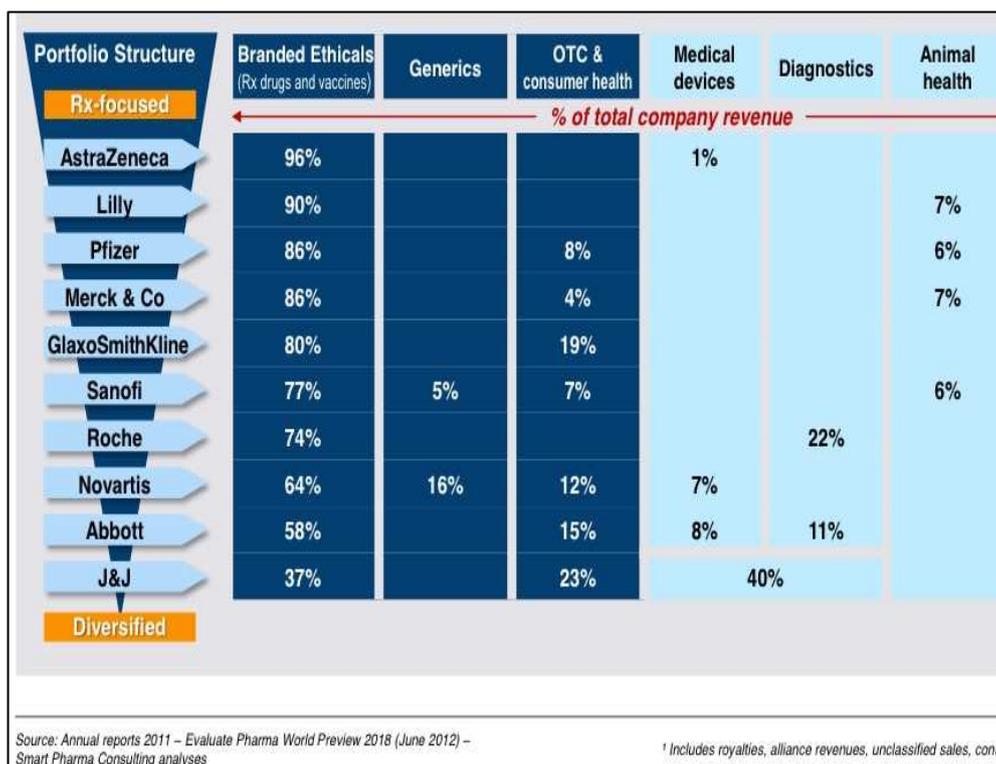


Figure 15 : Composition du portefeuille des «Big pharmas»

³⁸ Annual reports 2011 – Evaluate Pharma World Preview (June 2012) – Smart Pharma Consulting analyses

Nous verrons plus tard que la tendance est au recentrage, par exemple Pfizer s'est séparé de sa division de nutrition infantile, pour retrouver un positionnement plus clair.

Mais les tendances sont « sinusoïdales », certaines époques glorifiaient les diversifications, quand d'autres voyaient les entreprises se recentrer sur leurs activités principales, pour se re-diversifier sans doute un jour...

En tout cas, les diversifications sont performantes quand elles se développent à travers d'activités liées au cœur de métier de l'entreprise. Cependant, les actionnaires préfèrent une entreprise peu diversifiée, qui leur permet d'avoir une plus grande lisibilité dans l'investissement. Ils se diversifieront eux-mêmes en investissant dans différents domaines.

6. Les critères d'évaluation liés à la gestion financière

Après avoir vu les méthodes qui motivent des choix stratégiques, il faut évaluer ces choix. Différents critères doivent être pris en compte et l'évaluation stratégique doit être associée à l'évaluation financière.

Il ne faut pas oublier que les entreprises sont gérées avec l'objectif de maximiser la valeur pour les actionnaires et les analyses suivantes reposent sur ce principe. Pour l'actionnaire, le plus important est la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie positifs, car c'est ce qui permet de verser des dividendes à court terme et d'investir dans le futur.

Nous dénombrons trois critères.

a. La pertinence

La pertinence désigne l'adéquation entre une stratégie et les conclusions du diagnostic stratégique de l'organisation (en fonction des capacités stratégiques et des évolutions futures de l'environnement).

b. La faisabilité

La faisabilité consiste à déterminer si l'organisation possède les ressources et compétences nécessaires au déploiement d'une stratégie. La faisabilité peut être financière et fonction des ressources et compétences nécessaires propres à l'entreprise.

c. L'acceptabilité

C'est la performance attendue d'une stratégie, elle est évaluée selon trois dimensions.

i. Les gains

L'entreprise doit analyser la rentabilité :

- On mesure la rentabilité des capitaux engagés (ROCE= Return On Capital Employed). C'est une mesure de la rentabilité des ressources mobilisées pour déployer une option stratégique donnée (strictement en fonction des capitaux engagés) ;
- Le délai de retour sur investissement : temps nécessaire avant que le flux cumulé de liquidités ne devienne positif ;
- L'analyse de la VAN (Valeur Actuelle Nette), la NPV pour les anglo-saxons (Net Present Value) : technique d'évaluation d'investissements la plus courante. Une fois que les flux nets de liquidités (les gains moins les dépenses) ont été évalués pour chaque année, ils sont actualisés afin de refléter le fait que les fonds générés plus tôt ont une valeur actuelle supérieure à celle des gains ou des dépenses plus tardives. Elle prend en compte le risque et l'incertitude.

Elle doit aussi réaliser une analyse coûts /bénéfices qui consiste à donner une valeur monétaire à tous les coûts et tous les bénéfices liés à une option stratégique, puis analyser l'impact sur la valeur actionnariale. En fonction du prix que seront prêts à payer les clients pour les produits commercialisés, on calculera le surcroît de profit que peuvent réaliser les actionnaires grâce à leurs investissements.

Il existe deux mesures de valeur actionnariale :

- Externe : Evolution du cours de l'action sur une année et de la somme des dividendes versés comparée au cours de l'action au début de l'année ;
- Interne : C'est le profit économique qui correspond au résultat opérationnel comparé au capital investi pour l'obtenir.

ii. Le risque

Il désigne la probabilité et les conséquences de l'échec d'une stratégie. Le risque dépend de l'évolution de la structure du capital : par exemple des emprunts à long terme détériorent le ratio d'endettement et donc augmentent le risque financier.

On pourra alors analyser la sensibilité de la performance prévisible par rapport à chacune des hypothèses stratégiques.

Il y a aussi un risque non financier mais non négligeable : la réaction des parties prenantes (on pense à différentes personnes à tout niveau de responsabilité, qui devront mettre en œuvre la nouvelle stratégie mais qui n'ont pas forcément été consultés lors de la prise de décision). Il faut anticiper les réactions probables des parties prenantes à une nouvelle stratégie et envisager la possibilité de gérer ces réactions. C'est à dire gérer le capital humain (l'hostilité des managers ou de certains actionnaires).

Mais bien sûr ces trois critères ont des limites. On sait bien que tout est dans l'application, ce n'est que lors du déploiement que l'on se rend compte de tous ces critères (risque). C'est la lourde responsabilité du « top management » d'arbitrer des conclusions divergentes.

A titre d'exemple, dans une entreprise familiale comme Norgine, la hiérarchie est limitée et les communications sont rapides. Peter Stein, propriétaire et dirigeant de l'entreprise prend les décisions finales avec Peter Martin le COO (Chief Operating Officer), puis les différents Vice-Présidents (Business développement, marketing, développement, production...). La structure est petite et il n'y a pas d'actionnaire, c'est donc la parole du dirigeant (propriétaire et maître du destin de son entreprise) qui prédomine. Cet enjeu-là est donc très limité dans ce cas.

D. Comparer les opportunités de croissance utilisées par les firmes

1. Le choix des fusions-acquisitions

Selon la matrice de décision suivante, une entreprise pourra choisir son mode de croissance:

Schéma 10.5 Acheter, collaborer ou faire soi-même ?

	Acheter	Collaborer	Faire soi-même
Urgence	Très rapide	Rapide	Lent
Incertitude	Possibilité de revente en cas d'échec	Pertes partagées, possibilité de rachat	Vente difficile en cas d'échec
Capacités intangibles	Problèmes de culture et d'évaluation	Problèmes de culture et de contrôle	Cohérence de la culture
Capacités autonomes	Nécessité d'acheter la totalité	Collaborer avec l'activité concernée	Créer un isolat

Figure 16 : Acheter, collaborer ou faire soi-même ?³⁹:

³⁹ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

Il y a quatre critères :

- L'urgence : les fusions-acquisitions sont reconnues pour être la modalité de développement la plus rapide
- L'incertitude : quand une technologie est incertaine et quand on ne sait pas si une molécule passera la phase 3 de développement pharmaceutique par exemple. Une collaboration permet de partager les pertes financières
- Les capacités intangibles : les marques ou le talent *a contrario* des outils de fabrication. Une grande différence de culture peut conduire à l'échec et à la perte de valeur globale.
- Les capacités autonomes : si une partie spécifique, autonome, d'une organisation est convoitée, il faudrait privilégier les collaborations.

Dans les faits c'est surtout l'urgence et la nécessité technologique qui priment lors d'une acquisition. Mais on ne doit pas forcément choisir entre l'une ou l'autre de ces possibilités. Deux professeurs, experts des fusions-acquisitions écrivent: « *It is not so much the perfect implementation of any given growth strategy that leads to success but rather the ability to juggle and decide wisely between multiple different approaches* »⁴⁰.

Donc les capacités des dirigeants à analyser et réaliser un savant mélange de ces différentes stratégies sont très importantes.

2. Les tendances

a. Les chiffres

Le graphique suivant représente le nombre de fusions-acquisitions entre entreprises pharmaceutiques dans le monde entre 2004 et 2013, incluant les acquisitions partielles ⁴¹:

⁴⁰ Build, Borrow, or Buy: Solving the Growth Dilemma by Laurence CAPRON and Will MITCHELL (Harvard Business Review Press, August 2012)

⁴¹ Source GlobalData - Pharma e-track, abonnement internet

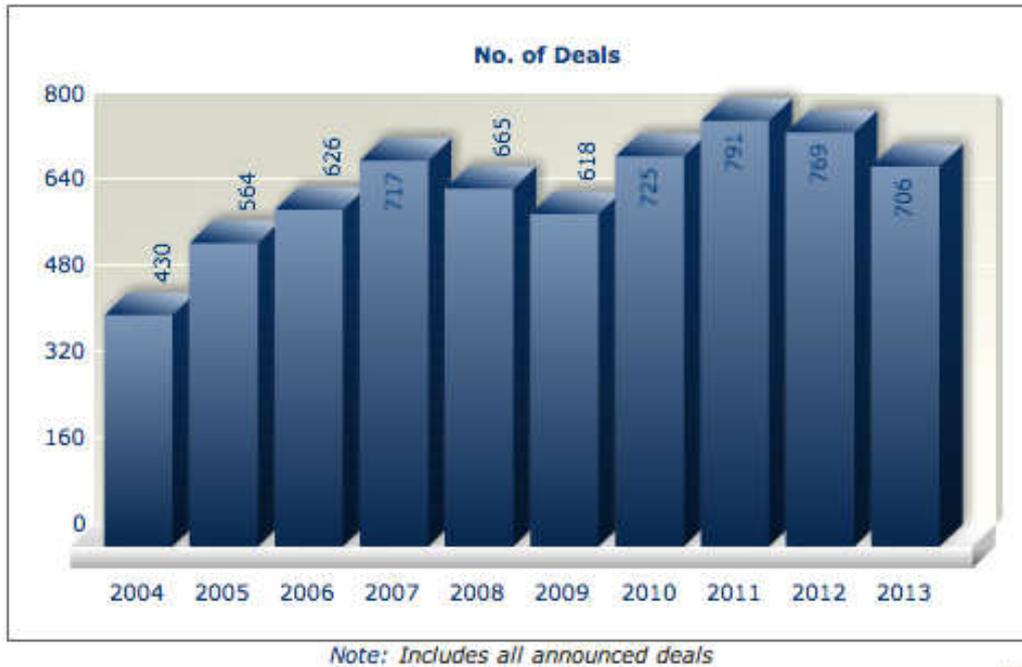


Figure 17 : Nombre total de fusions-acquisitions entre 2004 et 2013 dans l'industrie pharmaceutique

Le graphique suivant représente la valeur des fusions-acquisitions entre entreprises pharmaceutiques dans le monde entre 2004 et 2013, incluant les acquisitions partielles ⁴²:



Figure 18 : Valeur totale des fusions-acquisitions entre 2004 et 2013 dans l'industrie pharmaceutique

⁴² Source GlobalData - Pharma e-track, abonnement internet

On peut observer que le nombre d'opérations de fusions-acquisitions augmente ainsi que leur valeur, avec un pic en 2009. L'année 2013 devrait être supérieure à 2012, en effet nous sommes le 14 Novembre 2013, au relevé de ces graphiques.

Notons que l'augmentation en volume entre 2004 et 2012 est considérable, elle est de 78%.

Qu'est ce qui peut expliquer cette tendance?

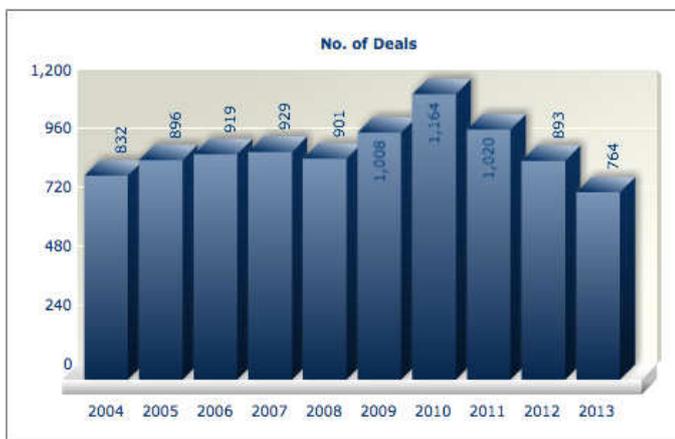
Le monde pharmaceutique produit des innovations en dehors des "Big pharmas" et le marché est de plus en plus internationalisé.

Les géants de l'industrie ont encore le pouvoir financier, mais peu de temps pour changer la tendance, ils se sont alors lancés massivement dans des acquisitions plus ou moins stratégiques.

A titre d'exemple, selon une étude de Global Data, « Asia-Pacific Deal Activity : Growth Fueled by Big Pharma Interest and Domestic Consolidation », les fusions-acquisitions représentent plus de la moitié des opérations entre Janvier 2004 et Juin 2013 en Asie (les opérations étant des fusions-acquisitions, des partenariats ou des accords de licence), pour 56,38%, suivi dans l'ordre par les accords de licence et les partenariats⁴³.

Alors comparons maintenant cette tendance aux collaborations réalisées :

Les deux graphiques suivants représentent le nombre de partenariats et leur valeur entre entreprises pharmaceutiques dans le monde entre 2004 et 2013, incluant les joint-ventures, le co-marketing, les accords (un développe, l'autre commercialise) et les accords de licence⁴⁴.



Note: Includes all announced deals



Note: Includes deals where value is disclosed

Figure 19 : Nombre de partenariats et valeur des partenariats

⁴³ Asia-Pacific Deal Activity: Growth Fueled by Big Pharma Interest and Domestic Consolidation » September 2013

⁴⁴ Source GlobalData - Pharma e-track, abonnement internet

L'évolution est assez stable mais le point majeur que l'on remarque est l'augmentation très importante du prix d'un partenariat, ils sont de plus en plus rares, comme nous allons le voir dans la partie suivante.

b. Les stratégies dans l'industrie pharmaceutique⁴⁵

Deux stratégies majeures ont été et sont utilisées par les laboratoires :

- La stratégie à court terme, qui consiste à « *comblar le pipeline en accédant au produits rapidement commercialisables* »⁴⁶, en choisissant des secteurs à forte valeur ajoutée (biotechnologies, produits de niche)
- Et la stratégie à moyen terme qui consiste à rebâtir un pipeline à toutes les étapes de développement, par des partenariats de plus en plus « early-stage » et des financements structurés pour partager les risques.

3. Les opérations pour les produits en phase de développement précoce⁴⁷

Au cœur de la crise de l'innovation, la première réaction des firmes a été la ruée vers les opérations (deals) dites « late-stage » (phase 3 ou pendant la NDA= New Drug Application) et les acquisitions de sociétés de biotechnologies.

Le graphique suivant nous explique cette position, la majorité des produits en phase 3 en 2007 étant dans les mains des entreprises de biotechnologies. Les grands laboratoires pharmaceutiques avaient de moins en moins de médicaments prêts à être mis sur le marché.

⁴⁵ « Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

⁴⁶ « Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

⁴⁷Partie réalisée grâce au support de : Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

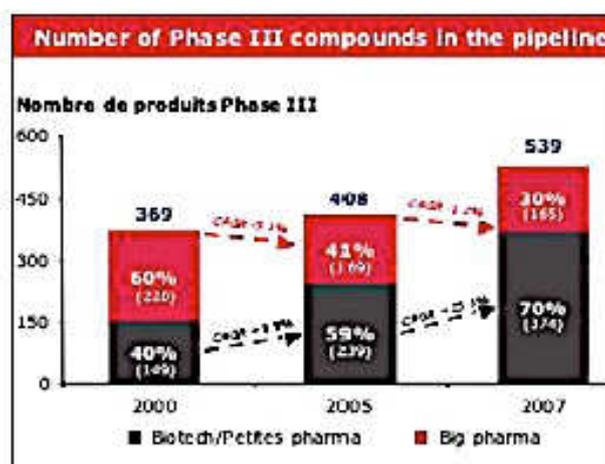


Figure 20 : Nombre de produits en phase 3 dans le pipeline⁴⁸

Les cibles sont devenues rares et les prix sont montés en flèche, « les primes payées sont souvent de 50% à 100% le cours de bourse »⁴⁹.

On assiste maintenant à une évolution et une augmentation des accords de plus en plus « early stage » (précliniques ou phase 1), les grands laboratoires se positionnant en partenaires.

Les financements des grands laboratoires se sont diversifiés. Désormais ils apportent des fonds en fonction de l'atteinte de certaines étapes (« milestones »), dès les premières étapes de développement, ce qui aide grandement les petites startups à se financer. Il y a donc une meilleure répartition des risques (financiers notamment) lors des différentes étapes de développement de nouvelles molécules. La valeur de « l'upfront » a aussi fortement augmenté (le paiement à la signature du contrat).

De même pour les accords de licence, on observe une approche collaborative avec des financements répartis dans le temps et en fonction du degré de risque. Le but est d'accélérer le développement du produit. Pour combler les pipelines, « le licensing-in est ainsi devenu une composante cruciale de la stratégie R&D des «Big pharma», aux côtés des fusions-acquisitions et de la R&D interne ».

Selon Bionest Partners, « finalement, avec les deals couvrant toutes les étapes de développement, les pharma gèrent aujourd'hui leur pipeline comme précédemment leur portfolio produits. »⁵⁰

Le laboratoire français IPSEN a totalement assimilé cette stratégie, qui commence à porter ses fruits. L'article en annexe présente deux opérations réalisées, mixant acquisition et collaboration. Les étapes

⁴⁸ « Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

⁴⁹ « Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

⁵⁰ « Les stratégies pour l'innovation » C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski, Expertise pharmacie, Septembre 2008

de financement y sont décrites⁵¹. Par exemple, après l'achat de 10% du capital d'une société, IPSEN versera 28 millions d'euros pour le rachat complet du laboratoire, et ajoutera un maximum de 130 millions d'euros en plus si le développement des traitements en cours atteint les objectifs fixés.

La structure de ces modèles participe donc à l'innovation, la pharmacie est entrée dans l'air de "l'open innovation" dont on a parlé au début de ce chapitre. Nous verrons dans la 3ème partie que le « licensing » est une activité majeure pour le laboratoire Norgine.

A contrario, dans certaines aires thérapeutiques les acquisitions priment. Par exemple, selon PWC « Diagnostic 2011 », l'intérêt pour le Diagnostic Médical In Vitro (DMDIV) affiche une forte croissance⁵². En effet la valeur des fusions-acquisitions dans le secteur du DMDIV a triplé entre 2010 et 2011. Nécessiteux d'une croissance rapide, les laboratoires s'orientent vers ces choix.

⁵¹ Annexe 1 - Article « Ipsen se renforce dans les toxines botuliques », le Figaro le 15/07/2013

⁵² <https://list2.pwc.fr/diagnostics-2011-manda-surges-companion-diagnostics-accelerate-and-early-detection-offers-new-prospects.html>

II. La croissance externe: l'acquisition d'un nouveau business

A. Définition et motivations stratégiques⁵³

Nous allons donc nous attarder sur la croissance externe, et particulièrement sur les fusions-acquisitions.

1. Définition

Rappelons que la croissance externe consiste à acquérir des activités qui vont participer à la croissance. Comme précédemment évoqué, on distingue les fusions-acquisitions et les collaborations (alliances et partenariats).

2. Le processus

Une fusion-acquisition se déroule en trois étapes :

a. *Le choix de la cible*

Concernant le choix de la cible, deux critères paraissent importants : la compatibilité stratégique et la compatibilité organisationnelle.

Concernant la compatibilité stratégique, il convient de bien l'évaluer notamment par les synergies positives et négatives probables. Les synergies positives sont souvent surestimées. Aussi doit on se demander si les motivations de l'acquisition (extension, consolidation et capacités) répondent précisément à la stratégie mise en place par l'entreprise.

Le 2ème critère sous-entend le style de management, la culture d'entreprise (exemple : la langue) et le profil des salariés. De profondes différences sur ce critère expliquent la majorité des échecs des fusions-acquisitions.

⁵³ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

En effet, certaines acquisitions ne se traduisent pas par une intégration immédiate, dans le but de préserver le potentiel de la cible. Dans l'exemple en annexe « Roche-Genentech » souvent cité, le laboratoire Roche a avancé à pas de velours, pour ne pas déstabiliser Genentech, construit sur un modèle de management différent (startup) et ne surtout pas interrompre la dynamique d'innovation si chère à l'industrie pharmaceutique. Le processus d'achat fut long, et Roche « *laissa une grande indépendance à sa filiale* »⁵⁴. Quand Roche fut propriétaire et actionnaire majoritaire, les difficultés furent managériales, liées à deux cultures très éloignées.

Si ces deux critères sont réunis, l'acheteur pourra maximiser les synergies, et améliorer la performance de la cible (malheureusement peu d'entreprises disponibles satisfont ces deux critères).

b. L'évaluation de la cible

Le prix d'une entreprise est très difficile à évaluer, car il dépend de la valeur réelle de l'entreprise, des synergies possibles avec l'acheteur, de la tension sur le marché et de la loi de l'offre et de la demande, ainsi que d'enjeux plus politiques (la peur des dirigeants que leur proposition soit rejetée par exemple). Pour ces raisons, les prix sont souvent surévalués et c'est pour cela que de nombreuses études soulignent que 70% des fusions-acquisitions sont un échec, ne créant pas de valeur, car souvent non rentables. Si tel est le cas, cela peut entraîner des décisions organisationnelles, dans le but de faire des économies, qui vont anéantir la valeur de la cible.

Les techniques d'analyse financière, que nous décrirons plus loin, sont majoritairement basées sur l'actualisation des flux de trésorerie et leurs prévisions futures (les cash-flow), en prenant en compte le retour sur investissement.

Quand le prix est indexé sur la valorisation boursière, le prix réellement payé bénéficie souvent d'un surcoût de 30% par rapport à la valorisation initiale. En pharmacie, selon Bionest Partners, c'est parfois bien plus. Par exemple en 2006, AstraZeneca a acheté CAT (Cambridge Antibody Technology) avec un bonus de 67% par rapport à la valorisation boursière (au dernier prix de l'action)⁵⁵.

⁵⁴ Annexe 3: Le deal Roche-Genentech, "Des Suisses dans la vallée" Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

⁵⁵ Big Pharma's Partnership Strategies in Relation to Biotech Companies, Bionest Partners -December 1st 2011

c. L'intégration de la cible

Comme décrit précédemment, l'intégration de la cible dépend surtout de la compatibilité organisationnelle. En effet, les systèmes d'information ou financiers peuvent être incompatibles.

Pour choisir un type d'intégration, il est préférable de savoir si les organisations doivent être proches et veulent partager leurs compétences, ou si les cultures tellement différentes, le niveau de maturité et la volonté de ne pas perturber la cible nécessitent une autonomie et donc de ne pas intégrer celle-ci trop rapidement (encore l'exemple de Genentech).

On distingue quatre types d'intégration⁵⁶ :

- L'absorption (quand l'interdépendance stratégique est forte) : cas d'une acquisition à visée majoritairement géographique par exemple ;
- La préservation (quand le besoin d'autonomie organisationnel est fort) : Genentech-Roche par exemple ;
- La symbiose (quand les compétences de l'un dépendent directement de celles de l'autre) et les deux entreprises doivent apprendre l'une de l'autre, c'est le cas dans les services ;
- La holding (quand l'interdépendance stratégique et le besoin d'autonomie organisationnelle sont faibles), l'entreprise acquise se gère elle-même.

Enfin, ces opérations impliquent malheureusement des pertes d'emplois, car certaines fonctions sont doublées et se superposent. On voit aussi des mouvements de personnels, souvent un grand nombre quitte l'entreprise car des projets sont annulés. La gestion du changement est donc primordiale, et elle peut être un autre motif d'échec.

3. Les motivations

La réalisation d'acquisitions peut avoir plusieurs origines, notamment :

- La nécessité de s'adapter à l'environnement qui est très rapide, très concurrentiel ou un marché boursier qui survalorise une entreprise et lui permet de réaliser des achats ;
- La stratégie ciblant de nouvelles activités ou voulant réduire les coûts ;
- Les parties prenantes influentes (les actionnaires) qui exigent une croissance continue que seules les fusions-acquisitions sont à même d'assurer, ainsi que les ambitions personnelles des

⁵⁶ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

managers (carrières et rémunérations). « *Les motivations de certaines parties prenantes peuvent être plus spéculatives que stratégiques ce qui peut conduire à favoriser des acquisitions « cosmétiques », susceptibles d'entraîner une hausse rapide mais éphémère du cours de Bourse* »⁵⁷.

Il faut bien analyser ses priorités ; l'activité de M&A est un phénomène cyclique et bénéficie d'un gros effet de mode, sous l'impulsion de trois acteurs majeurs que sont les dirigeants d'entreprises, les actionnaires et les banquiers (banques d'affaires).

B. Les motivations financières et le traitement comptable justifiant les acquisitions

1. L'influence des actionnaires

Selon l'interview de Julien Michaux, directeur du département Venture debt chez Norgine, ancien de la banque d'affaires Lazard, ce sont les actionnaires qui motivent les fusions-acquisitions par leurs exigences de rendement et de croissance.

Dans le graphique suivant, nous présentons schématiquement la répartition du capital d'une entreprise et donc les centres de pouvoir:

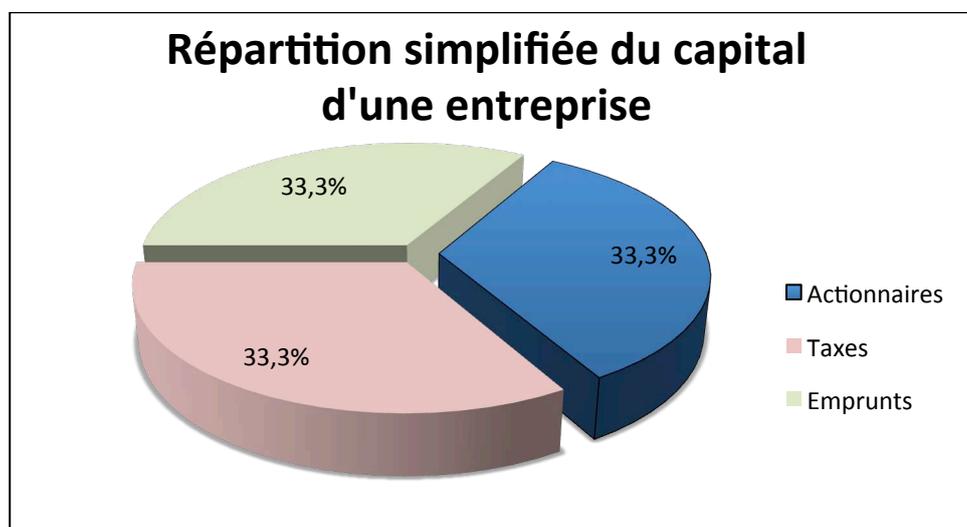


Figure 21 : Répartition du capital entre les actionnaires, le paiement de la dette et des taxes⁵⁸

⁵⁷ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

⁵⁸ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

Les actionnaires maîtrisent donc à peu près un tiers du capital et sont donc les principaux décisionnaires. Leur motivation principale est l'investissement et le retour sur investissement, pour produire de la richesse en maximisant les rendements, et en préservant la survie de l'entreprise à long terme.

Ils discernent trois moyens de croissance :

- Interne ;
- Externe ;
- « return on capital » : par les dividendes, le rachat d'actions ou en se séparant de produits.

Dans les motivations des fusions-acquisitions, en général, la main est clairement à l'actionnaire, et l'évaluation financière prime sur l'évaluation stratégique même si celles-ci sont liées.

Les actionnaires et les dirigeants chercheront surtout des synergies entre les organisations, comme les synergies de structure : deux sociétés identiques, dans un même domaine, sur deux continents/pays différents, vont pouvoir vendre les produits sur le territoire de l'autre entreprise et vice versa (Union Européenne et Etats Unis par exemple). Des économies d'échelle sont mises en place. L'investissement se justifie dans la mesure où l'actionnaire ne pourrait pas faire un meilleur gain en l'investissant ailleurs. C'est pour cela qu'une fusion-acquisition doit profiter des synergies avec le cœur de métier de la société.

La gestion des ressources financières est un levier stratégique déterminant :

Pour l'actionnaire, le plus important est la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie positifs de manière durable, car c'est ce qui permet de verser des dividendes à court terme et d'investir dans le futur. On parle de management de la valeur actionnariale, sa création dépendra alors de la rentabilité de l'activité, de la politique d'investissement (en fonction de l'utilisation des actifs et de la trésorerie) et du mode de financement (arbitrage entre dette ou capitaux propres)⁵⁹.

2. Les différentes motivations financières : la « time value of money »

Pour comprendre les motivations des actionnaires, il faut connaître le principe de la théorie financière : la « time value of money ». C'est le principe selon lequel une somme d'argent aujourd'hui n'a pas le même pouvoir d'achat dans le futur, « demain » (notamment à cause de l'inflation). En référence à l'interview de Julien Michaux, « *Il faut donc utiliser la trésorerie quand elle est*

⁵⁹ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

excédentaire (dividendes ou achats), pour créer de la valeur maintenant pour les actionnaires. Ils doivent faire un savant mélange entre récupérer des dividendes (très taxés) ou investir. »⁶⁰

Des méthodes de calcul assez simples, utilisées lors des valorisations d'entreprises servent à calculer la rentabilité d'un investissement. Ci-dessous la formule de la « present value » :

$$PV = \frac{C_1}{(1+r)^n}$$

C₁ = Cash Flow at period 1
r = rate of return
n = number of periods

Ce concept est le centre de la théorie financière. La « present value » est la valeur actuelle d'une future somme d'argent ou de cash-flow (liquidités obtenues) placé à un taux spécifique de retour sur intérêts.

Mais on utilise surtout la « Net Present Value » (NPV) qui nous permet de calculer la valeur actuelle d'un investissement, en reprenant les cash-flow (CF) potentiels, reçus par le projet. Ces futurs CF sont « discountés » grâce au taux d'actualisation (discount rate) qui prend en compte le risque et l'inflation.

Ci-dessous la formule de la NPV :

$$NPV = -C_0 + \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_T}{(1+r)^T}$$

- C₀ = Initial Investment
C = Cash Flow
r = Discount Rate
T = Time

Un euro aujourd'hui vaut donc plus qu'un euro demain. Ces calculs nous permettent donc de savoir finalement combien vaut un actif aujourd'hui pour une entreprise, au regard de ce qu'il va lui rapporter et lui coûter.

⁶⁰ Annex 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

Il faut rajouter à cette motivation générale, que la taxation sur les dividendes étant élevée, les actionnaires ont souvent intérêt à réinvestir leur argent dans l'activité, via des fusions-acquisitions. Aussi lors d'un investissement, l'entreprise peut bénéficier d'un crédit d'impôt correspondant aux intérêts de la dette, ce qui va diminuer son taux d'imposition.

3. La valorisation

Il est important de comprendre succinctement les méthodes de valorisation d'une entreprise, qui conduisent à déterminer un prix d'achat. Cela nous permet de comprendre l'ensemble du processus des fusions-acquisitions.

Cette évaluation est basée sur la valeur actuelle de l'entreprise, sa valeur future en fonction des prévisions de ventes et de ses potentiels produits, plus la valeur des synergies possibles. Les synergies correspondent à la création de valeur engendrée par cette association (comme la diminution des coûts ou l'augmentation des ventes totales en gagnant des marchés ou des nouveaux produits).

On dit alors que la valeur globale correspond à l'« Entreprise Value standalone » (valeur de l'entreprise seule en français, c'est la valeur d'une entreprise sans la prise en compte des synergies futures), à laquelle on ajoute la valeur des synergies.

L'acheteur doit payer une partie des synergies quand il achète la cible, on dit qu'on crée de la valeur si le prix payé est inférieur à « EV + synergies » (EV = Entreprise Value).

Ci-dessous, la valeur d'une entreprise est représentée schématiquement, selon un cours d'Ivey Business school, Ontario, Canada.

On visualise facilement la taille de l'offre (min et max Bid) en fonction de la valeur de l'entreprise, puis avec les synergies, et le maximum de synergies pour le plus offrant lors de cette transaction, s'il y a une compétition pour l'achat.

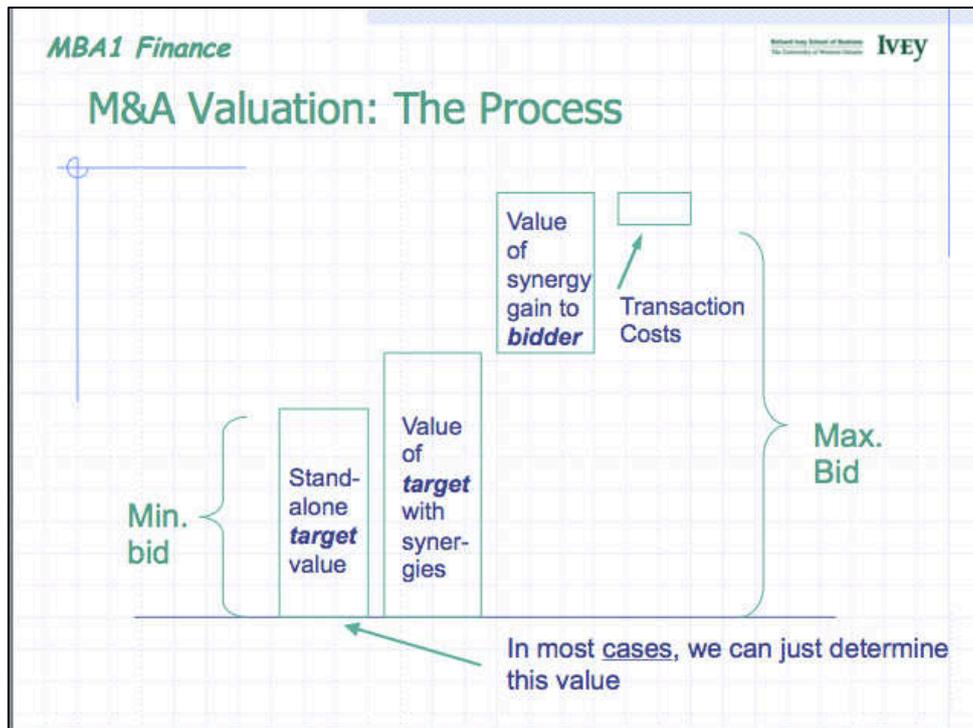


Figure 22 : Valorisation des fusions-acquisitions : le process⁶¹

Il existe quatre techniques de valorisation que nous présentons succinctement⁶²:

- Evaluation du marché : pour une entreprise cotée, on peut multiplier le prix de l'action par le nombre d'actions, on obtient la capitalisation boursière qui est la valeur de l'entreprise (ou « market cap ») ;
- **Discounted cash-flow (DCF)** (méthode d'actualisation des « free cash-flows ») c'est la méthode la plus utilisée. Elle comprend deux techniques qui nécessitent le calcul des cash-flows (flux de trésorerie, correspond à la capacité d'autofinancement, l'argent disponible auquel on ne soustrait plus des investissements) ainsi que de la NPV (détaillée plus haut), plus d'autres indicateurs. Les deux méthodes suivantes varient selon le calcul du « discounted rate » (taux d'actualisation).
 - o « Adjusted present value » : le taux assume que l'entreprise n'a pas de dette, ce n'est donc pas la vraie valeur, car les intérêts d'emprunt sont déductibles, alors on ajoute une autre variable dans le calcul qui donne la valeur de la dette ;
 - o « Weighted average cost of capital » : ici on prend tout l'historique de l'entreprise, on calcule les futurs cash-flows, le taux d'actualisation, puis on peut calculer ce qu'on appelle la valeur terminale grâce à la NPV ;

⁶¹ « Valuation review » Cours de MBA, Ivey Business School

⁶² « Valuation techniques » Vault guide to finance interviews, 2005

- Transactions comparables : cette méthode consiste à regarder les transactions comparables qui ont eu lieu dans le même domaine, en fonction de quelques indicateurs comme l'EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), l'EBIT (Earning Before Interest and Taxes, proche du résultat net), ou le chiffre d'affaires. On cherche par exemple à connaître le multiple entre l'EBIT et le prix d'achat d'une entreprise similaire. Cela servira de repère, puis on ajuste la valeur en fonction du domaine, de la tendance ;
- Analyse multiple – Analyse comparée des entreprises : quand il n'y a pas assez d'informations pour valoriser une entreprise avec la méthode de comparaisons, on se base alors sur la capitalisation boursière d'entreprises similaires et on fait la moyenne des multiples. Ils sont calculés de la même manière que dans pour la méthode des transactions comparables, mais avec la capitalisation. On évalue la valeur de la cible avec chacun des multiples, et cela donne une fourchette. Puis on soustrait la dette si celle-ci existe.

Bien entendu, en fonction des synergies perçues, ces valorisations théoriques seront surévaluées ou dévaluées. La technique la plus utilisée par les banquiers reste la méthode d'actualisation des « free cash-flows » (DCF).

4. L'impact du traitement comptable

La gestion comptable est une autre raison qui motive les opérations de fusions-acquisitions, comparée à d'autres possibilités de croissance. Le traitement financier a son importance.

Pour comprendre, nous présentons les documents qui détaillent l'exercice comptable d'une entreprise en France, il faut distinguer :

- Le bilan (représentant les ressources économiques, l'actif et le passif, la trésorerie, le matériel, ainsi que les dettes et le capital des actionnaires) ;
- Le compte de résultat (lié à l'activité directe sur une période spécifique, au cours de l'exercice, avec les revenus, les coûts, les dépenses, et le résultat net). Il fournit les informations sur la rentabilité ou non de l'entreprise. Un achat qui fournira de futurs revenus comme une acquisition n'est pas classifié dans les dépenses ;
- Plus une annexe (qui donne des détails sur les flux de trésorerie, l'état des capitaux propres (pour voir le profit réinvesti ou non)).

Les investissements lors d'une croissance interne seront traités dans la partie « dépenses », c'est à dire directement reportés dans le compte de résultat de l'entreprise, représentant la performance opérationnelle actuelle. Cette performance brute est donc pénalisée.

A contrario, une croissance externe financée par la dette (un emprunt), ne sera pas reportée dans le compte de résultat, ce qui permet à l'entreprise de présenter à la fin de l'année un meilleur profit au marché et aux investisseurs, même pour une dépense équivalente. En effet, les nouveaux profits de la société achetée sont ajoutés, donc très rapidement on améliore la performance de l'entreprise réellement et fictivement. En termes de coût, seuls les intérêts de la dette seront présents dans le compte de résultat.

L'entreprise est donc potentiellement bien notée par les analystes ; les investisseurs sont attirés et le cours de bourse augmente. En revanche, le bilan (la performance nette) est impactée par cette dette, mais est moins suivi par les analystes. Les analystes regardent surtout l'EBIDTA, témoin de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise.

Pour mieux comprendre, une société cotée soumise au regard extérieur influent pourrait réaliser une acquisition uniquement pour améliorer son compte de résultat, tout en sachant qu'elle ne créera pas de valeur (car celle-ci n'induit pas de synergie ou parce qu'il n'y a pas de nouveaux produits prévus par exemple).

Le graphique suivant nous aide à comprendre comment les profits sont reportés:

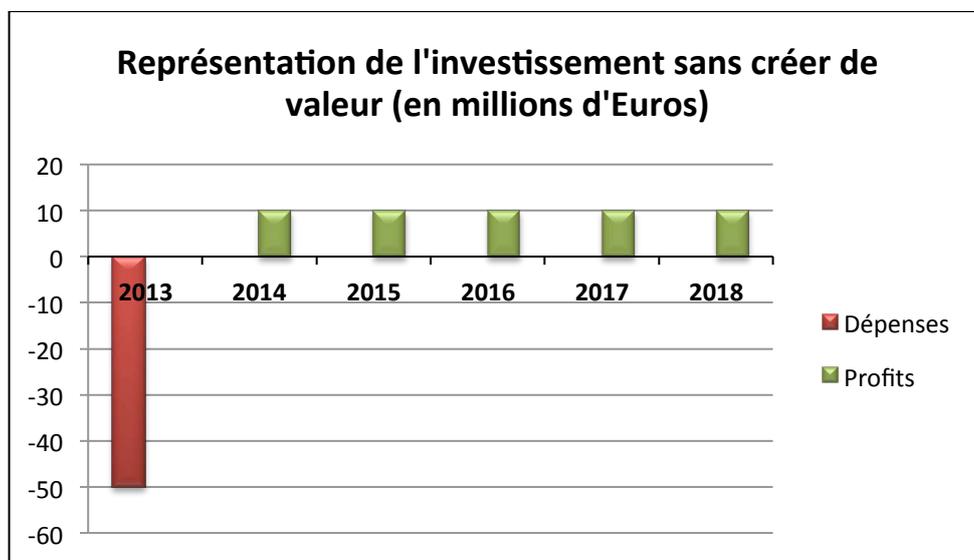


Figure 23 : Représentation d'un investissement sans créer de valeur⁶³

⁶³ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Directeur du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

C'est l'exemple d'une acquisition au prix de 50 millions euros, générant directement des profits de 10 millions pendant 5 ans. On rembourse seulement l'achat et l'investissement n'est donc pas rentable en termes financiers. En revanche on répercute un meilleur profit, qui améliore les comptes artificiellement. Une entreprise non cotée, familiale, n'a aucun intérêt à agir comme cela.

5. Les preneurs de décisions

a. La direction générale

Nous comprenons maintenant que c'est le CEO (Chief Executive Officer ou PDG : Président Directeur Général) qui prend la décision d'acheter ou non une entreprise, épaulé par sa direction et souvent sous la pression des actionnaires.

Le CEO est souvent en poste pour une période plus ou moins courte. Ainsi, par exemple en 5 ans, seule une acquisition peut lui permettre de faire progresser le CA et d'accéder rapidement à des nouveaux revenus. Ces opérations leur permettent d'être reconnu dans le monde économique et d'atteindre leurs rémunérations calquées sur les objectifs de croissance. Mais cette stratégie est risquée car un échec conduit souvent au remplacement du CEO par le conseil d'administration, on peut citer ici l'exemple de l'ancien PDG d'IPSEN qui a été remercié en partie suite à des acquisitions jugées mal négociées, un produit n'ayant pas eu l'autorisation de mise sur le marché.

Il est nécessaire de comprendre les attentes de chaque partie prenante et d'arbitrer en fonction de leurs intérêts, c'est le rôle de la direction générale⁶⁴. Par exemple:

- Les intérêts financiers des réels bénéficiaires de la performance d'une entreprise sont généralement représentés par des investisseurs institutionnels. Les banquiers et les autres prêteurs cherchent avant tout à limiter le risque de leurs investissements et à s'assurer de la compétence avec laquelle ceux-ci sont gérés
- Les fournisseurs et les employés sont principalement préoccupés par la trésorerie de l'entreprise
- La collectivité est concernée par le coût social de l'activité de l'organisation
- Les clients eux s'intéressent avant tout à la valeur des produits et services qu'ils achètent.

⁶⁴ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

b. L'intervention des banques

Les banques d'affaires établissent la valorisation d'une entreprise et sont en charge du processus d'achat. Un acheteur va comparer les valorisations de plusieurs banques.

Elles ont un rôle de conseil financier et vont aller au-devant des industriels pour leur proposer des transactions. Comme le dit Julien Michaux, « ces banques participent en effet à la multiplication des fusions, car leur rémunération dépend des deals, elles conseillent donc les entreprises en leur proposant des deals stratégiques. »⁶⁵

Ci-dessous, le tableau présente le top dix des banques d'affaires mondiales les plus actives en 2013 dans le secteur pharmaceutique. Le conseil en fusions-acquisitions est la devanture prestige de ces grandes banques reconnues.

Top M&A Financial Advisors -2013			Export To 
Advisor Name	Deals Advised	Proportionate Deal Value* (US\$ m)	
JPMorgan Chase & Co.	11	41,328.5	
Bank of America Corporation	10	38,680.0	
Morgan Stanley	8	12,299.4	
Centerview Partners LLC	7	14,143.3	
Barclays PLC	7	12,368.0	
Jefferies LLC	6	4,899.0	
Lazard Ltd	5	16,996.4	
Deutsche Bank AG	4	17,400.0	
Goldman, Sachs & Co.	4	16,130.0	
Credit Suisse Group AG	4	5,900.0	

Note: Deal values are included wherever disclosed.

Note: *Deal value is divided proportionately amongst the number of advisors that participated in the deal.

Figure 24 : Les meilleures banques de conseil en M&A en 2013 dans le monde (en volume, valeur de leurs deals)⁶⁶

⁶⁵ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

⁶⁶ GloabaData - PharmaTrack « Top M&A financials advisors » worldwide in 2013

6. Le financement des fusions-acquisitions⁶⁷

En général, ce financement peut se faire de trois façons, en ayant recours à :

- L'autofinancement, c'est à dire le paiement en liquide grâce à une sortie de trésorerie. Ce financement est attractif pour les actionnaires de la cible et il ne dilue pas le pouvoir des actionnaires ;
- La « dette », qui correspond aux prêts des banques. C'est un emprunt à rembourser à la banque, mais lors de périodes de crises économiques celles-ci prêtent plus difficilement de l'argent. Dans ce cas-là, on peut avoir recours aux capitaux des actionnaires, mais on dilue le capital car ils prennent des parts de l'entreprise ;
- L'échange de titres sur le marché boursier. Les sociétés qui considèrent que leur cours est survalorisé ont tout intérêt à utiliser cette option (voir l'exemple d'AOL et de Celgene, dans l'interview de Julien Michaux).

Des conditions favorables de financement peuvent influencer les vagues de fusions-acquisitions, qui peuvent à leur tour faire progresser le cours de bourse, et ainsi fournir des ressources supplémentaires pour réaliser d'autres achats (lors du paiement par échange de titres par exemple). C'est un cercle vertueux, mais qui peut conduire *in fine* à une bulle spéculative.

C. L'utilisation massive des opérations de M&A par les laboratoires

Trois grandes motivations justifient ces opérations, ce sont les motivations stratégiques, les motivations managériales et les motivations financières. Comme nous l'avons vu, l'état actuel de l'industrie pharmaceutique, de l'environnement et des capacités d'innovation des grands laboratoires sont des facteurs qui orientent les firmes vers une stratégie d'acquisition (notamment le besoin très rapide de relais de croissance). Nous allons voir une corrélation totale entre le début de la crise de l'innovation (les années 2000) et la multiplication importante des M&A.

⁶⁷ Selon: Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013 et Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

1. La spécificité pharmaceutique

Les entreprises pharmaceutiques furent un temps très rentables, dégagant de nombreux profits. Elles bénéficient d'importantes trésoreries mais de moins en moins de ressources pour mettre sur le marché de nouveaux produits. Le marché des fusions-acquisitions se concentre sur les « big pharmas » qui ont le pouvoir de racheter des sociétés très innovantes.

En ce qui concerne les motivations managériales, les décisions sont prises par la direction (le CEO) sous la pression ou les recommandations des actionnaires. Comme nous le disait Julien Michaux dans son interview, « *leurs ambitions et leurs rémunérations indexées sur les performances de l'entreprise et l'atteinte des objectifs à courts termes les orientent vers cette modalité de croissance*⁶⁸ ».

Enfin, nous l'avons dit plus tôt l'effet de mode est important et quand certains concurrents directs réalisent des acquisitions, un laboratoire peut avoir l'impression de perdre des opportunités et passe alors à l'action.

2. Les effets de cette stratégie et la redistribution des pouvoirs

Rappelons avec un graphique dont l'historique est large l'évolution du nombre d'opérations⁶⁹:

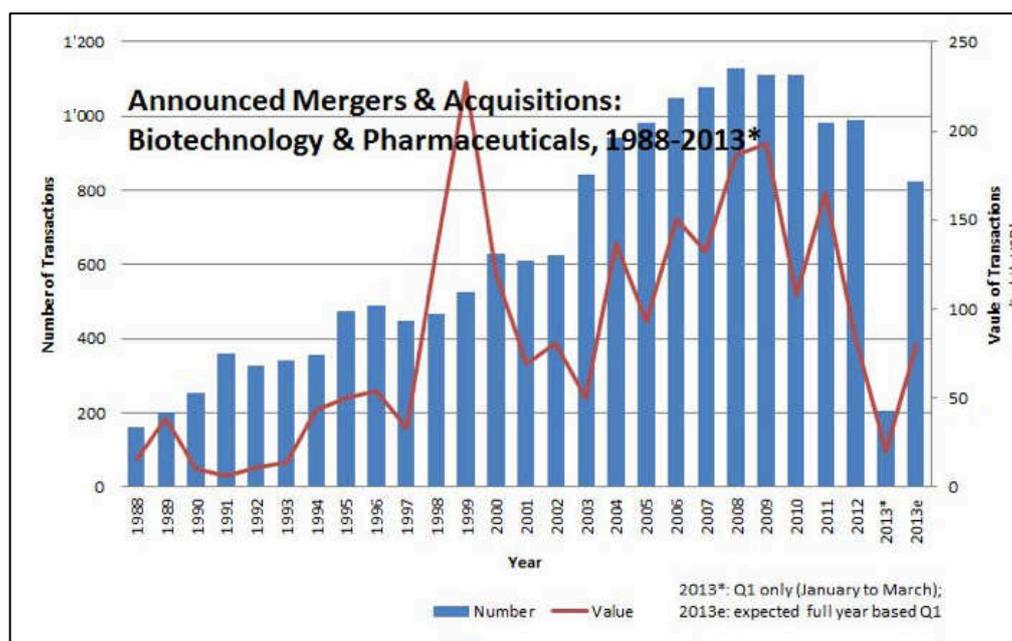


Figure 25 : Les fusions-acquisitions déclarées : industrie pharmaceutique et sociétés de biotechnologies, 1988-2013 (Graphique IMAA)

⁶⁸ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

⁶⁹ Site internet: <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>

On observe une très nette corrélation entre la crise de l'innovation dans l'industrie pharmaceutique au début des années 2000 et l'utilisation de cet outil de croissance. Alors est-ce que le recours aux acquisitions massives a permis le retour de la croissance ?

Selon les faits détaillés dans la partie I, les « big pharmas » sont de plus en plus en restructuration et cherchent toujours de nouveaux leviers de croissance. Un des effets majeurs de cette politique d'acquisition a été la diminution du pouvoir financier des firmes et leur plus grande exposition actuelle à la concurrence, et notamment lors de processus d'achats.

Le pouvoir d'achat des « big pharmas » est en train d'évoluer. Des opportunités comme les produits de diagnostic ou les vaccins sont encore mal valorisées, et la croissance dans les pays émergents diminue, passant de 12% en 2011 à 7% en 2012. Différentes raisons sont en cause dont la compétition des entreprises locales soutenues par leurs gouvernements.⁷⁰ Il y a donc un écart entre la croissance réelle possible et les prévisions, que les firmes veulent encore combler par des acquisitions. Mais malheureusement leur pouvoir d'achat diminue de plus en plus, et les cartes sont redistribuées. Le graphique suivant compare le « firepower » (le pouvoir d'achat, littéralement la « puissance de feu ») des différentes catégories d'entreprises, les sociétés de biotechnologies entrent dans la cour des grands⁷¹.

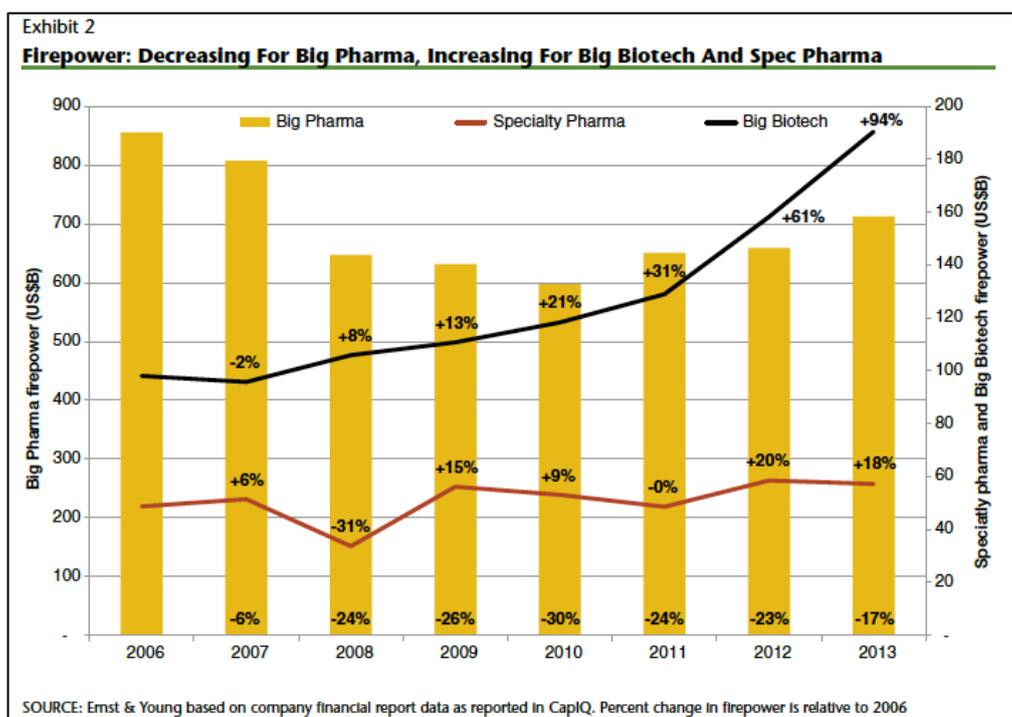


Figure 26 : La puissance de feu : diminution pour les «big pharmas», en augmentation pour les sociétés de biotechnologies et les laboratoires de spécialités (Ernst & Young (EY))

⁷⁰ Biopharma M&A: an era of elutive growth, capital triage, and new competitors, June 2013, Invivo: the business & medecine report. ElsevierBL.com

⁷¹ Biopharma M&A: an era of elutive growth, capital triage, and new competitors, June 2013, Invivo: the business & medecine report. ElsevierBL.com

Les « big pharmas » incluses dans ce graphique sont au nombre de seize: *Abbott/Abbvie, BMS, J&J, Eli Lilly, Merck&Co Pfizer pour les Etats-Unis; AstraZeneca, Bayer, GSK, Novartis, Roche, Sanofi pour l'Union Européenne ; et Astellas, Daiichi Sankyo, Eisai, Takeda pour le Japon*. Les sociétés de biotechnologies et les laboratoires de spécialités sont vingt-quatre : *Amgen, Actavis, Alexion, Allergan, Biogen Idec, Biomarin, Celgene, Endo, Forest Laboratories, Gilead, Hospira, Jazz, Merck KGaA, Mylan, Novo Nordisk, Onyx, Perrigo, Regeneron, Seattle Genetics, Shire, Teva, UCB, Valeant et Vertex*.

On observe une nette progression du recours aux acquisitions pour les laboratoires de biotechnologies ainsi que pour les laboratoires de spécialités, aux dépens des grandes entreprises pharmaceutiques. Une des raisons de cette tendance est l'augmentation de la distribution de dividendes sous la pression des actionnaires des « big pharmas », combiné à des rachats d'actions, sachant que les dettes des anciennes opérations sont encore en cours.

Et toujours selon l'article, « *pour acquérir 1 dollar de revenus en plus, les laboratoires doivent payer un prix de 4 dollars* »⁷², les prix sont donc très élevés. Ainsi, les grands laboratoires de biotechnologies prennent plus de place et le marché des fusions-acquisitions devient plus compétitif. Au milieu de l'année 2013, la part des «big pharmas» représentait seulement 20% des opérations de M&A, alors que les laboratoires dits de spécialités les dominent⁷³.

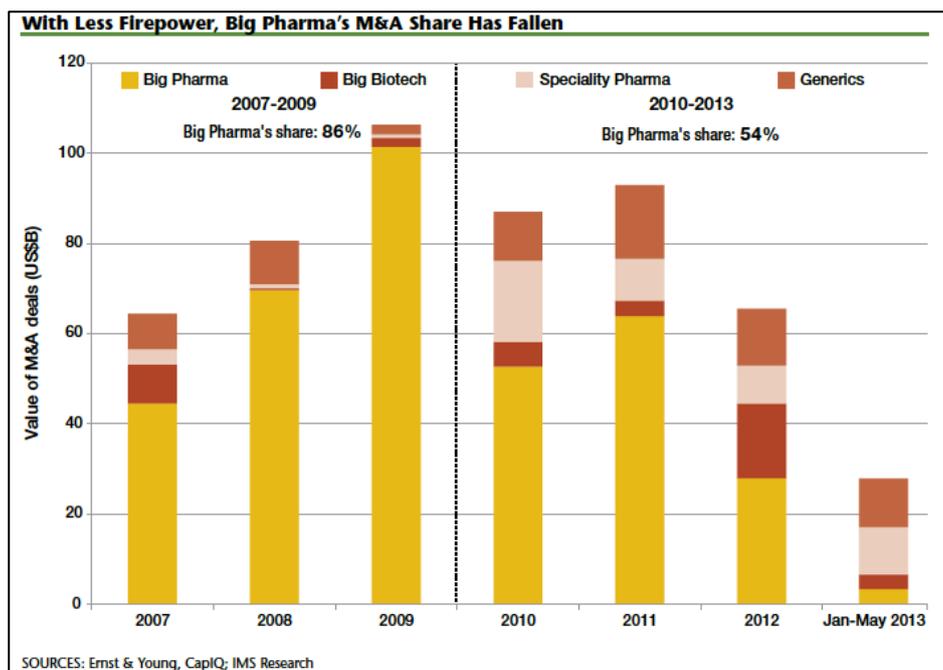


Figure 27 : Avec une puissance de feu moindre, la part des big pharmas dans les fusions-acquisitions chute (EY)

⁷² Biopharma M&A: an era of elutive growth, capital triage, and new competitors, June 2013, Invivo: the business & medicine report. ElsevierBL.com

⁷³ Biopharma M&A an era of elutive growth, capital triage, and new competitors, June 2013, in vivo: the business & medicine report. ElsevierBL.com

Des nouveaux concurrents entrent dans le jeu, les sociétés de biotechnologies ont acquis un fort pouvoir d'achat. Les acquisitions devenant plus chères, les « big pharma » devront être plus sélectives et plus rigoureuses dans leurs évaluations. Les opérations se focaliseront sur les pays émergents pour ne pas perdre ce potentiel de croissance.

Mais nous verrons à la fin de ce chapitre que les fusions-acquisitions forcent les industries à se restructurer. Certaines firmes, malgré des ventes en forte décroissance, ont réussi à dégager des profits importants grâce à une réduction des coûts (licenciements), à l'augmentation de l'efficacité de la recherche (réorganisation de la R&D notamment) et par la cession d'activités non stratégiques ou faibles⁷⁴.

L'exemple de Pfizer confirme cette stratégie. La société a revendu son pôle de nutrition infantile à l'entreprise agroalimentaire suisse Nestlé et s'est séparé de Zoetis, sa filiale vétérinaire. Pfizer se recentre sur son cœur de métier et dégage des moyens pour pouvoir remplir son pipeline dans son cœur de métier⁷⁵.

D. Créatrices ou destructrices de valeur ?

1. Les conditions de succès

Selon Julien Michaux, on peut parler d'une bonne acquisition (un bon « deal » selon ses mots) si le prix est le « juste » prix et si les synergies évaluées existent et fonctionnent comme prévu. Les différences de culture peuvent empêcher l'acquéreur de réaliser les synergies attendues. De même, il est parfois difficile de gérer le personnel suite à une acquisition, en effet les tensions sont grandes lorsqu'il s'agit de réduire le personnel pour des postes qui sont doublés⁷⁶.

Cependant des critères de réussite peuvent être établis, notamment en comparant les choix de croissance externe présentés dans le tableau suivant.

⁷⁴ Biopharma M&A: An era of elusive growth, capital triage, and new competitors, June 2013, Invivo: the business & medicine report. ElsevierBL.com

⁷⁵ Article Le Figaro « Pfizer est sorti du capital de Zoetis », le 24/06/2013

⁷⁶ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Directeur du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

Schéma 10.6 Les critères de réussite d'une croissance externe

	Fusions et acquisition	Alliances et partenariats
Similitudes	Compatibilité stratégique Compatibilité organisationnelle Évaluation	Compatibilité stratégique Compatibilité organisationnelle Évaluation
Différences	Hostilité possible Intégration Cession	Approche initiale Coévolution Arrêt

Figure 28 : Les critères de réussite d'une croissance externe⁷⁷

La compatibilité organisationnelle est finalement plus vitale dans les alliances et partenariats, car une longue coévolution doit s'installer. Comme l'entreprise partage la gestion du projet, l'arrêt est aussi plus risqué pour l'avenir des relations. Ainsi, on peut dire que la réussite des collaborations est plus délicate que celle des fusions-acquisitions.

Dans la manière de gérer une opération de fusion-acquisition, certains problèmes peuvent survenir :

- L'acquéreur peut se révéler incapable d'améliorer la performance de la cible
- Il est nécessaire d'obtenir l'adhésion des managers intermédiaires dont dépend la pérennité de l'activité de la cible
- Il peut être difficile d'identifier quelles connaissances doivent être transférées

L'échec des fusions-acquisitions résulte très souvent d'incompatibilités culturelles.

Ada Di Mazo, « Partner » en charge du département des services financiers chez Bain & Company, considère trois facteurs de succès en plus des recommandations classiques :⁷⁸

- Il ne faut pas improviser (il faut préparer sa stratégie de croissance externe);
- Il est bon de commencer par des petites acquisitions pour monter en puissance et calibrer les ressources financières et humaines nécessaires ;
- Il faut une convergence parfaite avec la stratégie de l'entreprise et une attention forte sur l'évaluation.

Selon elle, gérer sa croissance externe doit être une activité à part entière, comme le marketing ou la production. Elle doit être considérée comme un processus clé.

⁷⁷ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

⁷⁸ <http://www.bain.com/offices/paris/fr/publications/multimedia/m-and-a-video.aspx>

2. La destruction de valeur ?

Un grand nombre d'études montrent que 70% des fusions-acquisitions ne créent pas de valeur⁷⁹. C'est un paradoxe car c'est l'objectif principal des dirigeants. La création de valeur correspond à l'amélioration de la performance de l'entreprise, qu'elle soit opérationnelle ou financière.

Mais selon l'article, « Les fusions-acquisitions, instrument de la destruction créatrice », dans des secteurs très concurrentiels ou ayant subi des dérèglementations, les fusions-acquisitions permettent aussi de « réduire les capacités ». Le changement d'équipes dirigeantes « *facilitent les réorganisations et les fermetures de sites* », des actions nécessaires mais difficiles à assumer normalement. Lors de ces opérations, on assiste donc à une consolidation du secteur pharmaceutique et à une contraction des entreprises, mais « *au niveau de l'ensemble de l'économie, les fusions-acquisitions participent au processus par lequel des ressources sont dégagées pour les secteurs de la nouvelle économie.* »⁸⁰ Les ressources libérées sont alors transférées sur l'innovation de demain qui permet aux entreprises de continuer à se développer.

En annexe, un article très explicite dans son titre « Les laboratoires, nouveaux banquiers des biotechs » confirme cette conclusion, et n'hésite pas à spécifier que les laboratoires sont « *les principaux financeurs des start-up des sciences de la vie, via des partenariats ou des acquisitions* ».⁸¹

Pour résumer, cette stratégie de croissance accélère l'efficacité productive des économies, et « *l'analyse des fusions-acquisitions comme un outil d'allocation ou de réallocation des ressources dans des contextes d'évolution rapide des conditions économiques et technologiques peut être considérée comme une perspective optimiste du processus de destruction créatrice.* »⁸²

3. Les fusions-acquisitions en dernier recours

La création de valeur étant soumise à un grand nombre d'incertitudes, notamment l'intégration, l'évaluation sur un avenir instable et la gestion des talents, Laurence Capron, professeur de stratégie, directeur du programme « M&A et Corporate strategy » à l'INSEAD propose d'utiliser cet outil en dernier recours.⁸³

⁷⁹ Les fusions acquisitions, instrument de la destruction créatrice, Frédérique Sahwald Ramses 2001

⁸⁰ Les fusions acquisitions, instrument de la destruction créatrice, Frédérique Sahwald Ramses 2001

⁸¹ Annexe 2 - Article « Les laboratoires, nouveaux banquiers des biotechs » Le Figaro le 11/01/2012

⁸² Les fusions acquisitions, instrument de la destruction créatrice, Frédérique Sahwald Ramses 2001

⁸³ <http://knowledge.insead.edu/strategy/mas-not-necessarily-the-best-way-to-grow-your-company-540>

Elle a établi la route à suivre pour mettre en place une stratégie, dans le schéma ci-dessous⁸⁴ :

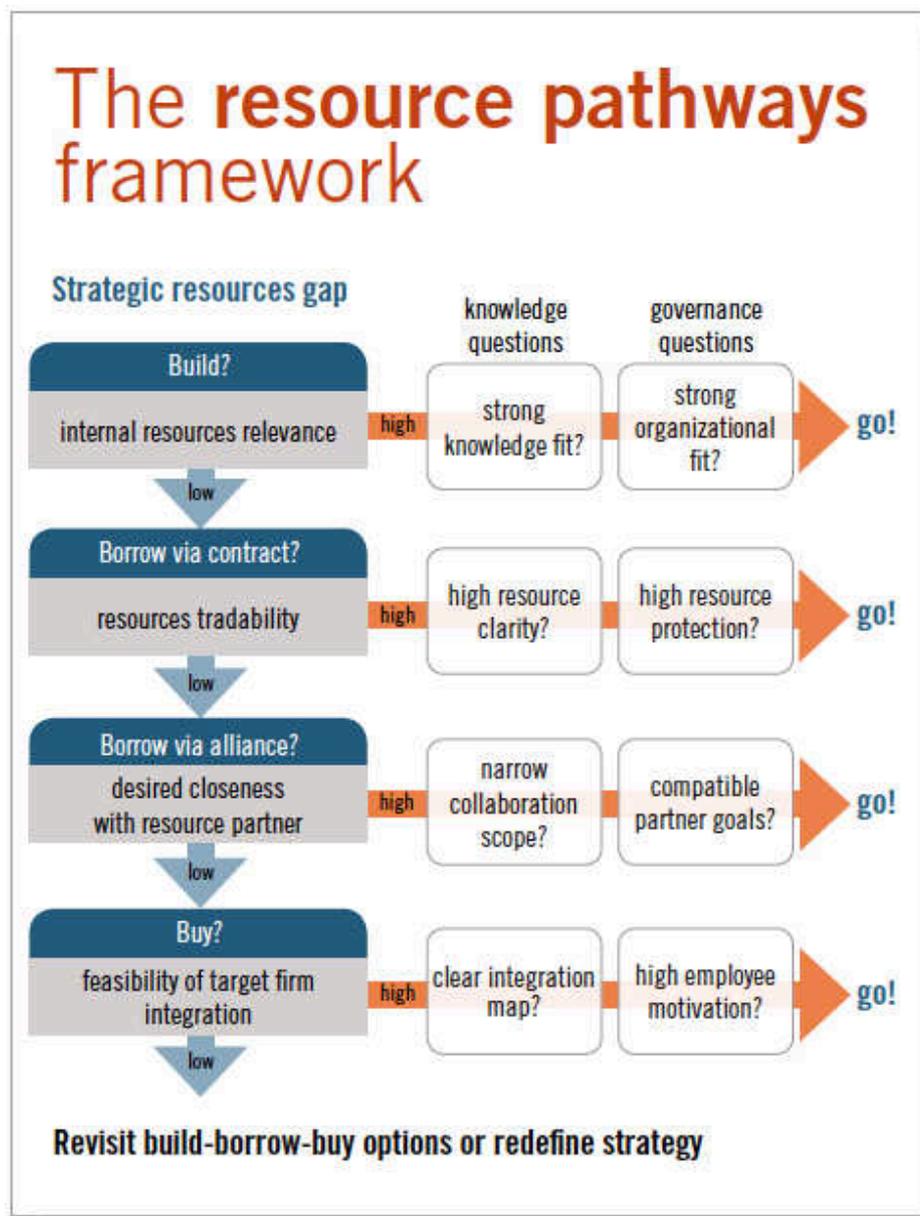


Figure 29 : La structure de l'utilisation des ressources, revoir les options de constructions, collaborations ou d'achats

Ce schéma propose deux critères, majeurs et nécessaires, qui aident à choisir une voie de croissance.

Quand le graphique parle de « map » dans l'un des critères d'acquisition, il sous-entend de faire une analyse des ressources de la société ciblée et d'évaluer si celles-ci s'intégreront bien avec les compétences de l'acheteur. Aussi il s'agit d'évaluer celles qui sont superflues et qui devront être supprimées (les doublons).

⁸⁴ Build, Borrow, or Buy: Solving the Growth Dilemma by Laurence CAPRON and Will MITCHELL (Harvard Business Review Press, August 2012)

On peut aussi se poser la question sur le temps que prendra l'intégration totale par exemple. Combien de temps laissera-t-on la nouvelle société fonctionner indépendamment avant de l'intégrer totalement ? Enfin il est nécessaire de connaître la motivation des employés pour cette nouvelle association.

Pour Laurence Capron, les fusions-acquisitions sont seulement un outil et elles doivent être utilisées en dernier lieu. Il faut selon elle se poser trois questions avant de se lancer (la direction doit savoir pourquoi elle veut grossir et si cette croissance est nécessaire) :

- Avons-nous nos propres ressources ?
- La valorisation est difficile, un accord de licence serait plus transparent, la cible ne cachant pas ses données, et les pertes seraient partagées en cas de problème
- A quel point doit-on être impliqué avec le partenaire ? Si l'implication est faible, il faut préférer un accord de licence, qui est moins onéreux.

Elle note aussi que l'effet de mode est important et c'est une attitude à proscrire surtout dans un marché incertain. Le marché pharmaceutique est selon nous incertain dans le sens où l'arrivée sur le marché et le remboursement d'un produit est absolument imprévisible. Sans oublier l'égo des CEO, la pression sociale et l'excitation des transactions qui mènent à l'utilisation de cet outil de croissance. Finalement les opérations de M&A se basent aussi sur quelques critères irrationnels.⁸⁵

Enfin elle recommande de faire attention aux intégrations trop fortes, il faut résister et utiliser les techniques de préservation pour ne pas détruire la valeur de la cible. Il est nécessaire donc, selon elle, de garder en tête que c'est un outil pour la stratégie et pas une stratégie en elle-même.

Finalement, une entreprise peut privilégier les opérations de fusions-acquisitions quand la situation nécessite d'être rapidement réactif, et une grande implication avec la cible. Mais l'entreprise doit suivre un processus très discipliné. Le taux d'échec de Johnson & Johnson par exemple est seulement de 20-30%, grâce à des processus et une équipe très expérimentée.⁸⁶

En conclusion, « *on devrait réaliser une acquisition quand on ne peut pas acquérir une technologie ou des compétences humaines spécifiques à travers d'autres moyens comme les alliances, contrats, partenariats, licences ou joint-venture* ». ⁸⁷

⁸⁵ Laurence Capron Interview, jusqu'à 3,15min, <http://www.youtube.com/watch?v=ynpgncEFiZc>

⁸⁶ Professeur Laurence Capron, site internet, article : <http://knowledge.insead.edu/strategy/mas-not-necessarily-the-best-way-to-grow-your-company-540>

⁸⁷ Professeur Laurence Capron, site internet, article : <http://knowledge.insead.edu/strategy/mas-not-necessarily-the-best-way-to-grow-your-company-540>

4. L'évolution

Au cours du temps, l'intérêt de certaines acquisitions peut évoluer, et justifier leur cession. Cette pratique semble plus rare dans l'industrie pharmaceutique, même si des échanges ou des ventes de produits existent, ceux-ci n'étant plus en lien avec une nouvelle stratégie mise en place, notamment quand un laboratoire se recentre sur un petit nombre d'aires thérapeutiques bien définies.

Les dirigeants doivent néanmoins comparer la rentabilité d'une activité à sa performance si elle était gérée par un autre propriétaire. Si cette performance est potentiellement supérieure, une cession au meilleur prix possible doit être envisagée. Rappelons l'exemple de Pfizer qui s'est séparé de sa division vétérinaire en 2013 et de nutrition infantile en 2012 dans une stratégie globale de recentrage⁸⁸.

⁸⁸ Article Le Figaro, «Nestlé rachète la nutrition infantile de Pfizer », publié le 22/04/2012

III. Tendances pour une entreprise de petite taille en Europe, le cas Norgine

A. Présentation de Norgine



Après toute ces analyses et comparaisons, nous allons présenter un laboratoire familial européen d'origine anglaise, Norgine, puis nous allons analyser si cette entreprise doit avoir recours aux opérations de fusions-acquisitions.

Norgine se présente comme un laboratoire de spécialités, spécialisé en gastroentérologie, avec notamment Movicol ® (son principal produit, traitant la constipation) et Moviprep ® (un produit administré pour nettoyer l'intestin avant certaines opérations).

1. L'entreprise

a. Sa structure

Norgine est une entreprise privée et financièrement saine⁸⁹. Sa présence géographique est européenne, par le biais de quinze filiales dans de nombreux pays, gérant les fonctions de ventes et de marketing. Norgine vend aussi ses produits au Moyen-Orient, en Afrique du Sud et en Australie/Nouvelle-Zélande⁹⁰.

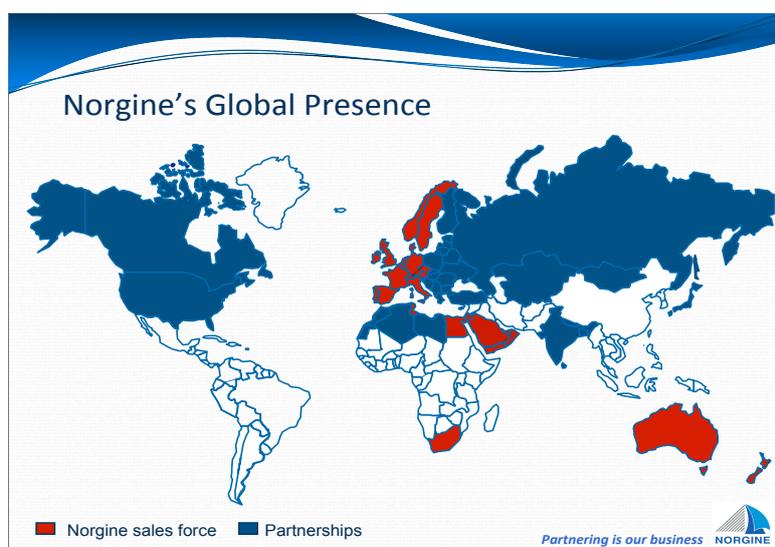


Figure 30 : La présence globale de Norgine

⁸⁹ Rapport résultats annuels 2011 <http://www.norgine.com/get-file/files/annual-reports/2011%20-%2028108%20%202011%20Norgine%20Annual%20Report.pdf>

⁹⁰ Document interne de présentation de Norgine

Deux usines sont en activité à Dreux en France et une autre au Pays de Galles. On dénombre 1100 employés en 2012, dont 400 dans les fonctions de ventes et de marketing.

Nous nous apercevons que Norgine utilise grandement une des modalités de croissance externe, les partenariats, notamment pour étendre son marché géographique sans être présent physiquement dans certains pays (par l'intermédiaire de « licensing-out »).

Le chiffre d'affaires en 2012 était de 250 millions d'euros, en croissance chaque année (environ de six à 7 pourcents), supérieur au niveau européen⁹¹. Il faut savoir que la moitié du CA est réalisé entre la France, le Royaume-Uni, l'Irlande ainsi que l'Allemagne.

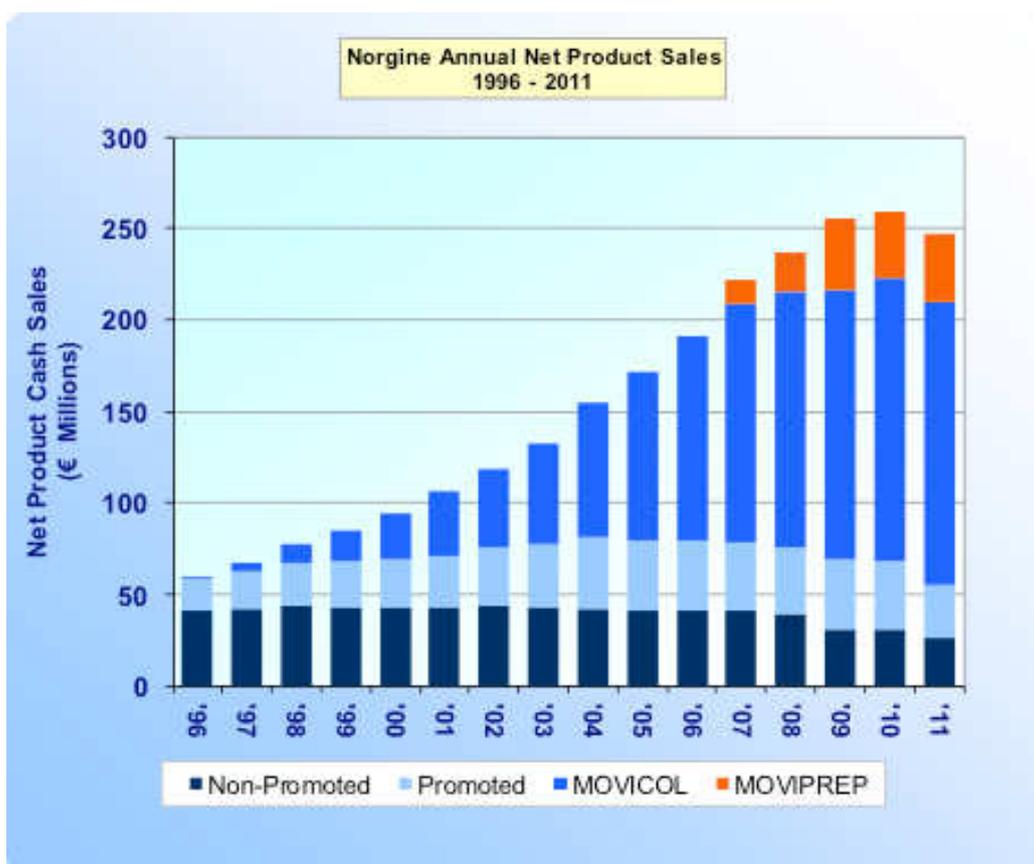


Figure 31 : Ventes annuelles nettes des produits Norgine 1996-2011

Il faut faire deux remarques majeures concernant ce graphique représentant l'évolution du CA détaillé de Norgine :

- Norgine a bénéficié d'une croissance à deux chiffres de 1998 à 2007 ;

⁹¹ Document interne de présentation de Norgine

- Le succès récent de Norgine repose majoritairement sur un seul produit, le Movicol®. L'entreprise est donc exposée à un grand risque, même si les caractéristiques de ce produit le rendent difficilement généricable.

Le schéma suivant présente l'histoire de la société, en terme de partenariats mis en place notamment.⁹²

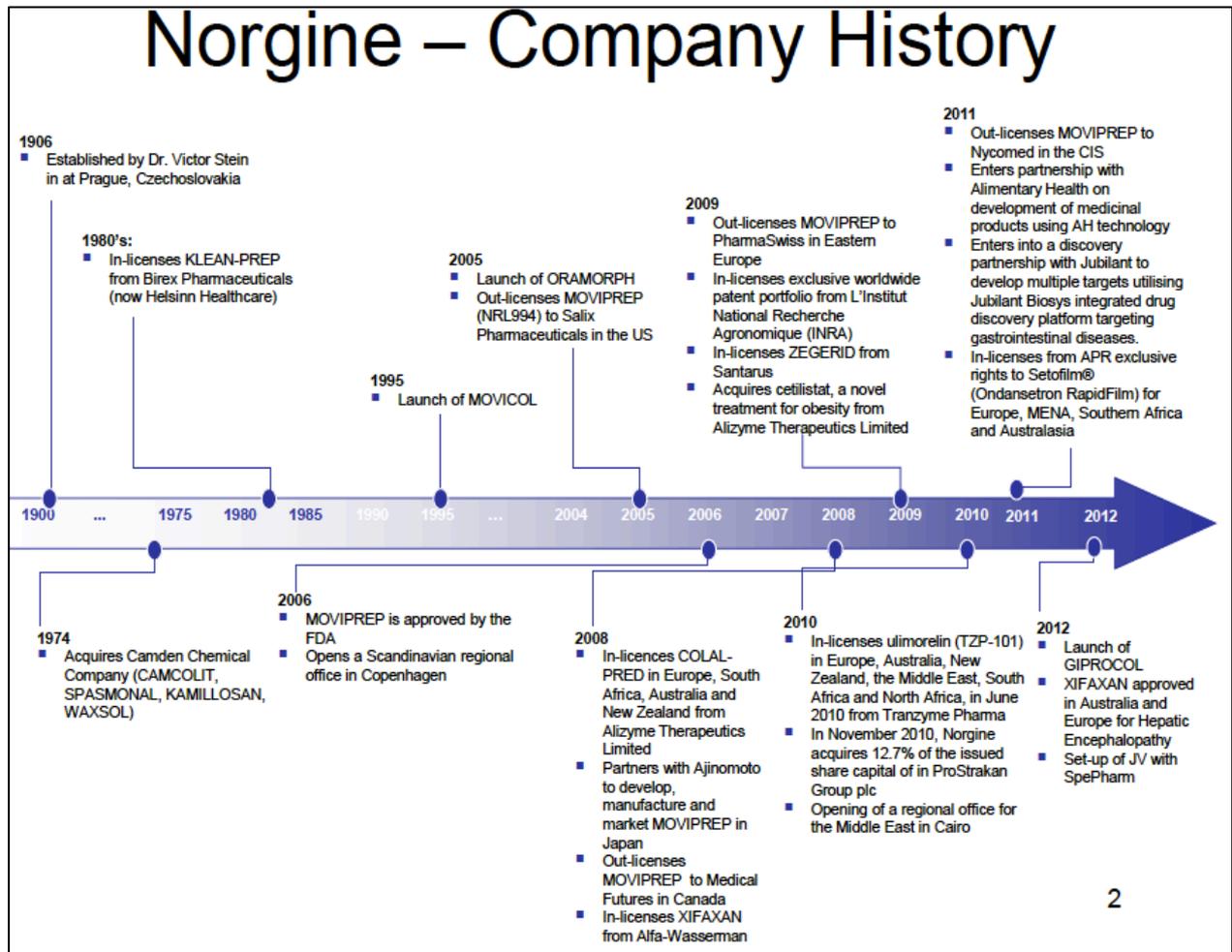


Figure 32 : Norgine – Histoire de l'entreprise

Les points d'évolutions clés représentent exclusivement des accords de licence (« in » ou « out » : Norgine intègre une licence ou loue une de ses licences de produit), ainsi que des partenariats. On note seulement deux acquisitions. L'activité s'est accélérée en 2005. On analysera cette activité en détails plus loin.

⁹² Document interne de présentation de Norgine

b. Ses produits

Le portefeuille de produits de Norgine se compose de 6 produits en gastroentérologie qui représentent environ 90% du CA⁹³:

- Movicol ®: 155 millions d'euros de ventes en 2013, traitement de la constipation le plus vendu en Europe ;
- Moviprep ®: 39 millions d'euros de ventes en 2013, produit indiqué pour lavage intestinal ;
- Xifaxan ®: indiqué pour la diarrhée du voyageur à Escherichia Coli et l'encéphalopathie hépatique, première licence en Europe ;
- Normacol ®, indiqué en cas de constipation ;
- Klean-prep ®, indiqué dans le lavage colique, précédant une exploration ou une chirurgie ;
- Fivasa®, indiqué dans la maladie de Crohn (une maladie inflammatoire chronique intestinale) et la colite ulcéreuse.

Il y a aussi quelques autres produits indiqués principalement en gastroentérologie, en hépatologie et dans une aire thérapeutique appelée « cancer supportive care » (elle regroupe les traitements indiqués dans des pathologies liées aux cancers et à leur traitement). Un lancement a eu lieu en 2013, le Setofilm ®. C'est un film fin qui diffuse son principe actif sur la langue, pour traiter les nausées.

Comme toute l'industrie pharmaceutique, Norgine cherche des leviers de croissance non seulement pour croître mais pour assurer son avenir, et oriente ses efforts vers des compétences dites de « business development ». Cette activité a pour but de trouver des produits que Norgine pourrait commercialiser et de collaborer avec d'autres laboratoires. Elle met en place des accords de licence que nous allons détailler. Norgine se spécialise dans les partenariats, en effet nous pouvons apercevoir leur devise sur des documents de présentation de l'activité : « Partnering is our business » (« Réaliser des partenariats est notre métier » en français).

Les aires thérapeutiques stratégiques mises en avant par la société pour de futurs partenariats sont la gastroentérologie, l'hépatologie, et les soins liés aux cancers (en support). Norgine est donc spécialisé dans trois domaines thérapeutiques.

c. Son modèle économique

Norgine cherche à acquérir des produits dans les trois aires thérapeutiques décrites précédemment, s'adressant à des médecins spécialistes, le « secondary care » en anglais. Cela permet

⁹³ Performance de Norgine en 2013, <http://www.norgine.com/about-us/key-facts>

de limiter les forces de vente. Le laboratoire met en avant la qualité de ses forces de vente pour s'adapter à différentes aires thérapeutiques et pour cibler les professionnels de santé. En effet l'entreprise cherche des partenaires, elle communique sur ses atouts comme sa forte implantation en Europe, par le biais de filiales dans les principaux pays, avec des équipes extensibles pour gérer un lancement (c'est une capacité recherchée par des entreprises qui ne sont pas originaires de l'Union européenne), sur son activité qui n'est pas dépendante d'un seul pays, et sur sa possession de capacités internes robustes comme le développement clinique, le médical, la pharmacovigilance, le réglementaire, le market-access, le marketing ou les ventes.

Norgine se positionne en expert du management de la relation, ses dirigeants ont compris que c'est une qualité majeure, nécessaire à la réussite de collaborations comme nous l'avons vu précédemment.

Enfin le laboratoire est spécialiste du marché européen :⁹⁴

- L'Europe est son propre marché, Norgine est d'origine européenne et opère dans chaque pays ;
- Norgine vend les mêmes produits dans chaque marché, ciblant les mêmes médecins et les mêmes patients ;
- L'entreprise a une culture européenne.

2. La stratégie

La stratégie communiquée par les dirigeants de Norgine paraît assez simple.

Elle est présentée en quatre points ⁹⁵ :

- Développer le pipeline interne, dans le but de vendre les nouveaux produits en Europe, et sur le marché nord-américain et japonais par le biais d'accords de licence (le « licensing-out ») ;
- Etendre la présence de Norgine en Europe ;
- Rentabiliser la présence en Europe en acquérant, licenciant de nouveaux produits (le « licensing in »);
- Bâtir des partenariats pour rentabiliser les infrastructures de Norgine.

Selon nous le premier point est difficile à mettre en place sachant que le pipeline de Norgine, issu de sa propre recherche, semble limité. Il est concentré sur les trois aires thérapeutiques décrites précédemment, mais est surtout focalisé sur l'extension d'indications de produits déjà commercialisés. Il y a seulement trois nouvelles molécules en phase 2 et 3, et quatre molécules au stade de découverte.

⁹⁴ Document interne de présentation de Norgine

⁹⁵ Document interne de présentation de Norgine

En revanche, la direction souhaite utiliser ses capacités pour bâtir des co-développements, grâce à son expérience (en développement, en suivi d'essais cliniques, ...).

Norgine a le même dilemme que celui décrit au début de ce rapport : remplir son portefeuille de produits en développement en se positionnant comme le partenaire idéal et en privilégiant les collaborations aux acquisitions.

3. Les opérations réalisées

Voilà les opérations de croissance externe réalisées par Norgine ces dernières années, on notera la présence d'une seule acquisition.

Le tableau ci-dessous présente les « licensing-in »⁹⁶:

Date	Partner	Product	Indication	Phase
December 2011	 APR GROWING INNOVATION	SETOFILM™	CINV PONV	Pre-Launch
June 2010	 tranzyme pharma	TZP101	GI recovery	Terminated
October 2009	 SANTARIS, INC.	ZEGERID®	GERD	Terminated
January 2008	 ALFA WASSERMANN	XIFAXAN®	TD and HE	TD Launched HE Launched
December 2003	 MOLTENI THERAPEUTICS	ORAMORPH®	Moderate to severe pain	Marketed
March 2000	 Tilotts	FIVASA®	UC	Marketed in France
July 1988	 HELSINN	KLEAN-PREP®	Bowel prep	Marketed

Figure 33 : Détails des accords de « licensing-in » signés par Norgine

Les produits acquis sont en phase avec les aires thérapeutiques de la firme. Depuis 2008, environ un partenariat a été signé par an.

Le tableau suivant présente les « licensing out ».⁹⁷ Egalement, ces collaborations se sont accélérées depuis 2005.

⁹⁶ Document interne de présentation de Norgine

Deal signed	Partner	Product	Territory	Product launch
August 2011		MOVIPREP®	Russia/CIS	Russia - May 14 Kaz - Aug 13 Ukraine - June 13
August 2010		MOVICOL® MOVIPREP®	Indian sub-continent	July 2012 Dec 2012
October 2009		CAMETOR®	Japan	Expected Q1 2014
Dec 2008		MOVIPREP	Canada	May 2011
Dec 2008		MOVIPREP	CEE	May 2011
October 2008		MOVIPREP	Japan	Expected May 2013
Dec 2005		MOVIPREP	USA	Oct 2006

Figure 34 : Détails des accords de « licensing-out » signés par Norgine

Enfin le tableau ci-dessous présente toutes les opérations: acquisition, cession, joint-venture ou collaborations de recherche⁹⁸ :

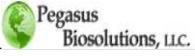
Date	Company	Product	Indication/ Phase	Territory
December 2012 Joint Venture		Supportive Care	Marketed	Global
May 2012		PEG	Drug Discovery	Pre-Clinical
October 2011		Research	Drug Discovery	Global
August 2011		Probiotics	Terminated	Pre-clinical
November 2010 Divested to:		OTC Products	Marketed	Global
October 2009 Acquired from:		CAMETOR® Obesity and type II diabetes	Pre- Approval	Japan, Europe RoW
September 2009		Patent portfolio	Undisclosed	Worldwide

Figure 35 : Détails des opérations autres que les licences signés par Norgine

⁹⁷ Document interne de présentation de Norgine

⁹⁸ Document interne de présentation de Norgine

En analysant ces actions, on s'aperçoit que Norgine utilise les outils de croissance externe, mais n'a pas recours aux fusions-acquisitions.

En référence à la matrice du Professeur Capron, le laboratoire respecte le parcours décisionnel, et ne réalise une fusion-acquisition qu'en cas de nécessité absolue.

Décrivons en trois points les opérations mises en place par Norgine:

- Le licensing-in : c'est la mise en place d'un contrat qui permet à Norgine de bénéficier des droits de commercialisation d'un médicament d'un autre laboratoire sur certains territoires. Ce sont des produits en cohérence avec la stratégie (correspondants aux aires thérapeutiques sélectionnées), déjà sur le marché ou près à l'être. Ces produits apportent rapidement des revenus financiers pour Norgine.
- Le licensing-out : c'est exactement l'inverse, c'est au tour de Norgine de céder ses droits de commercialisation, rémunérés sous forme de « royalties ». Cela lui permet de vendre ses médicaments sur un territoire où elle n'a pas de filiale, et pour un coût inférieur. L'entreprise s'étend géographiquement, pour toucher des marchés à fort potentiels autres que l'Europe
- Collaborations : la recherche préclinique et clinique est partagée avec le partenaire pour diminuer les risques à long terme.

On observe aussi la cession d'un produit OTC (Over The Counter, classe de médicaments en vente libre, sans ordonnance), pour se recentrer sur une activité de spécialité, et une l'acquisition d'un produit de spécialité en phase d'être approuvé.

Prenons l'exemple de la joint-venture Spepharm, qui peut correspondre à une acquisition par étapes:⁹⁹

Selon Norgine les objectifs étaient de construire une franchise sur les produits de support des pathologies liées aux cancers, et de rentabiliser les compétences et les infrastructures de l'entreprise.

Il y a deux dates clés:

- Décembre 2012: création de la Joint Venture
- 2015 : Norgine bénéficie d'une option pour acquérir l'ensemble des produits

⁹⁹ Document interne de présentation de Norgine

4. La problématique

La stratégie mise en place respecte les critères des différentes solutions de croissance, mais n'a pas recours aux fusions-acquisitions.

Selon Julien Michaux, Norgine a des particularités qui expliquent son non recours aux acquisitions. Suite à notre analyse, une entreprise de petite taille non-cotée a le même intérêt qu'un géant de l'industrie coté en bourse à réaliser des opérations de fusions-acquisitions, dans la mesure où celles-ci créent de la valeur. Cependant pour une entreprise familiale, gérée par son propriétaire, la pression des actionnaires n'existe pas, et la gestion pérenne de l'entreprise prime sur des objectifs de croissance excessifs et l'atteinte de bénéfices importants.¹⁰⁰ Donc la volonté d'améliorer la rentabilité très rapidement est moins influente dans notre cas. Nous l'avons vu, c'est un des critères majeurs de motivation des fusions-acquisitions.

Mais la deuxième raison de cette orientation découle d'une capacité financière plus faible qu'une grande entreprise cotée en bourse. Les ressources de Norgine sont limitées, et pour des raisons de non-dilution du capital (pour que la famille garde le pouvoir sur son entreprise), de confidentialité, et également pour ne pas s'exposer à un rachat, une entreprise familiale souhaite moins réaliser une augmentation de capital en s'introduisant en bourse. Son seul moyen est de réaliser des emprunts, ce qui est difficile quand le risque est important.¹⁰¹

Cependant une entreprise peut décider de s'introduire en bourse si ses résultats financiers sont bons, pour attirer des investisseurs et lever de l'argent. C'est un levier non négligeable mais risqué, car le propriétaire perd une partie du contrôle financier de son entreprise. Le laboratoire français IPSEN était dans la même situation que Norgine il y a quelques années, mais possédait des produits à plus grand potentiel. Il a franchi le pas dans les années 1990, et petit à petit devient un acteur majeur de l'industrie pharmaceutique.

L'entrée sur le marché boursier des nouvelles petites entreprises de biotechnologies américaines leur permet de devenir rapidement autonomes lorsqu'elles sortent leur premier produit innovant. La capitalisation boursière croît très rapidement (grâce à la spécificité du marché pharmaceutique : un produit est généralement vendu dans le monde entier, ce qui entraîne d'importants revenus rapidement). Grâce à ses gains, cette entreprise peut s'engager dans des opérations de croissance externe, se développer et se protéger d'une OPA hostile (Offre Publique d'Achat par une autre entreprise sans son consentement).

¹⁰⁰ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

¹⁰¹ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

Alors nous allons voir quelle solution est la plus avantageuse pour une entreprise comme Norgine, et si elle peut prendre plus de risques qu'actuellement.

B. Comparaison de la stratégie de croissance de deux laboratoires

Nous présentons l'activité de fusions-acquisitions de deux entreprises différentes, qui n'ont pas suivi les mêmes stratégies. Cette analyse est complétée par l'entretien d'un expert (Julien Michaux) menée personnellement, nous validerons à la fin de cette thèse la stratégie mise en place par Norgine actuellement.

1. SANOFI

Le géant de l'industrie pharmaceutique français est un très bel exemple de l'utilisation des fusions-acquisitions dans la stratégie de croissance et de la création de valeur. Selon le LEEM (Les Entreprises du Médicaments, le syndicat de l'industrie pharmaceutique), le groupe génère un CA de 37,8 milliards de dollars et est classé 4^{ème} mondial.¹⁰²

Par les différentes raisons exposées dans cette thèse, dont l'influence des actionnaires, Sanofi a réalisé un grand nombre de fusions-acquisitions pour se développer et s'adapter au marché. Sanofi a toujours su être souple en intégrant des entreprises dans le but de devancer les concurrents et acquérir des innovations technologiques dans le but de devenir un des meilleurs laboratoires mondiaux.

Nous présentons ici les différentes fusions et acquisitions réalisées par Sanofi, qui est le résultat de plus de 300 opérations en trente ans.¹⁰³

Sanofi est né grâce à Elf aquitaine, groupe pétrolier français, qui créa une filiale pharmaceutique pour se diversifier. Ce n'est qu'en 1994 que le groupe commença les acquisitions spécifiques au secteur de la santé et du médicament, en achetant Sterling Winthrop (la branche pharmaceutique d'un groupe américain). En 1999, Sanofi achète Synthelabo, la filiale pharmaceutique du groupe l'Oréal. Puis la plus grosse opération fut l'achat du groupe franco-allemand Aventis deux fois plus grand que Sanofi en terme de CA.

¹⁰² Site internet LEEM : <http://www.leem.org/article/marche-mondial-0>

¹⁰³ Article ; « Sanofi-Aventis s'achète un patrimoine génétique » de Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

Aventis était lui même le résultat de multiples fusions-acquisitions majeures dont Hoeschst et Rhône-Poulenc (ces deux laboratoires résultaient aussi de grandes opérations d'acquisitions). Pour l'acquisition d'Aventis, Sanofi s'aïda de ses actionnaires principaux et de l'Etat français (c'est un soutien stratégique particulier pour aider un fleuron français, dans un secteur évalué comme stratégique dans le monde, la pharmacie). On voit donc ici que sans actionnaires, propriétaires en partie de l'entreprise, cette grande évolution n'aurait pas été possible.

Maintenant Sanofi doit faire face à d'autres défis comme la perte de ses brevets phares (Plavix® et Lovenox® pour ne citer qu'eux), l'arrivée des génériques et l'inefficience de sa recherche interne. La croissance interne est alors petit à petit remplacée par l'acquisition de sociétés de biotechnologies. En 2010, Sanofi réalisa « 37 acquisitions, alliances et partenariats »¹⁰⁴ dans les biotechnologies, la parapharmacie et aussi pour s'étendre géographiquement. On note l'acquisition de Chatem (groupe de parapharmacie américain), TargeGen (une entreprise de biotechnologie américaine), BMP Sunstone (un groupe de parapharmacie chinois), Nepentes (un groupe de pharmacie sans prescription polonais) ou VaxDesign (petit groupe américain spécialisé dans la recherche en vaccin), puis la dernière plus grosse acquisition pour plus de 20 milliards de dollars, Genzyme (importante entreprise de biotechnologie américaine avec déjà quelques produits sur le marché et un CA de 4,5 milliards de dollars).

Il faut aussi noter l'acquisition en 2009 de BiPar Sciences (un laboratoire américain issu des biotechnologies) dont un des traitements majeur en développement n'a jamais reçu l'autorisation de mise sur le marché, et qui fut donc un échec.

Sanofi s'est donc construit en partie grâce à ses actionnaires, et malgré le risque, les bonnes acquisitions ont largement compensé les mauvaises. Cette stratégie a porté ses fruits.

Sur la page suivante un schéma détaillant les sociétés à l'origine du groupe de Sanofi nous permet de mieux visualiser son évolution.

¹⁰⁴ Article ; « Sanofi-Aventis s'achète un patrimoine génétique » de Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

Histoire de Sanofi

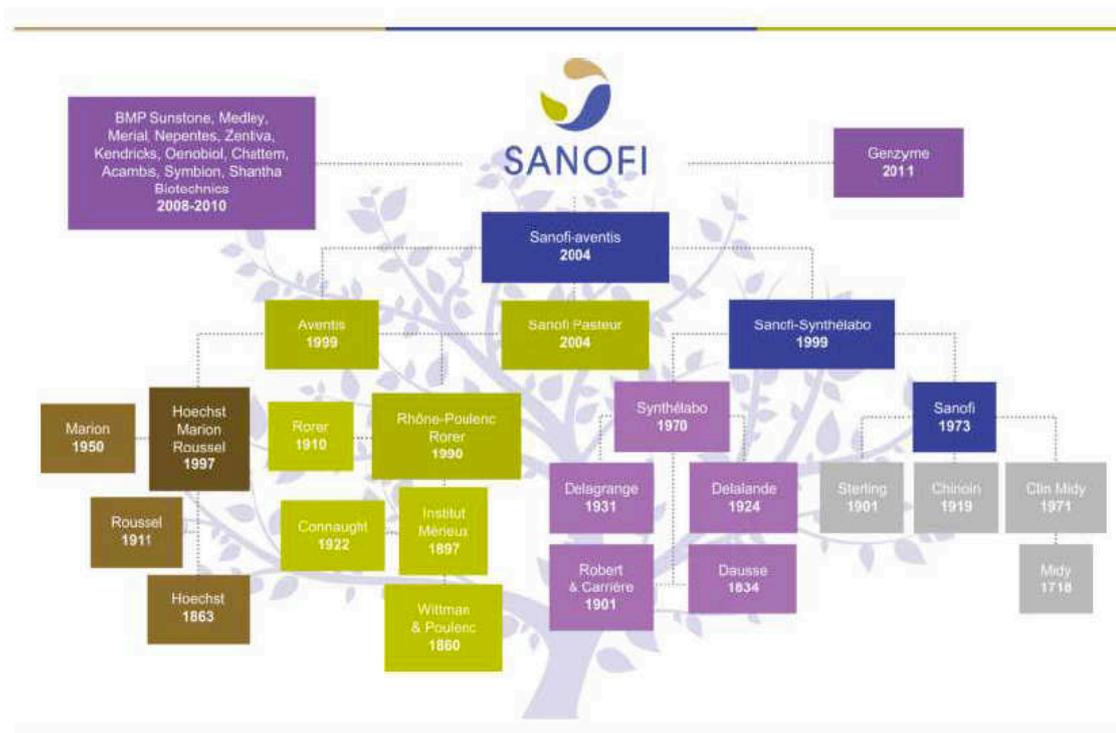


Figure 36 : Synthèse de l'histoire de Sanofi¹⁰⁵

2. Nordic Group¹⁰⁶

Contrairement à Sanofi, Nordic Group est un petit laboratoire pharmaceutique privé, originaire des Pays-Bas, fondé en 1995. Il possède quinze filiales en Europe et quatre sociétés prestataires de services (dont une manufacture de produits, une société d'expertise en dossiers réglementaires et en essais cliniques). Ces services sont utilisés par Nordic Group mais également par des tiers.

Le CA total en 2011 était de 120 millions d'euros. Tout comme Norgine, son activité de R&D est très limitée et la priorité du groupe est l'acquisition de licences, notamment pour des produits déjà commercialisés ou en phase avancée de développement (phase 3). Ces accords se tournent aussi vers

¹⁰⁵ Sanofi. L'histoire de Sanofi. Site internet Sanofi.com, http://www.sanofi.com/notre_groupe/histoire/histoire.aspx consulté en Mars 2014

¹⁰⁶ Touati. M, « Les laboratoires pharmaceutiques de petite taille en Europe : Quelle stratégie ont-ils adoptés pour assurer leur croissance ? », 69 pages Thèse d'exercice de Docteur en pharmacie, Nantes, Format PDF, disponible sur <http://archive.bu.univ-nantes.fr/pollux/show.action?id=8e7cba29-7ee0-4372-8590-c22053fdcef9> Janvier 2013

des produits de spécialités. Norgine et Nordic Group ont quasiment la même stratégie. Nous allons détailler les quelques acquisitions qui ont eu lieu.

En l'an 2000, le groupe a acquis une usine de production de formes sèches. En 2001 Nordic achète Disphar, une société spécialisée en affaires réglementaires et en dépôt d'AMM, puis en 2010 l'entreprise reprend Exelgyn, un petit laboratoire français avec deux produits spécialisés dans la santé féminine.

Ensuite, en 2011 Nordic réalise deux accords de licence avec l'acquisition des droits d'un produit indiqué dans les cancers gastriques, et en 2012 l'acquisition des droits d'un produit indiqué dans la chirurgie cardiaque.

Par l'analyse de ces différentes acquisitions nous observons, que tout comme Norgine, ce laboratoire prend peu de risques, si ce n'est l'acquisition du laboratoire Exelgyn, dont un produit était en fin de vie et un autre arrivait sur le marché. Pour remplir son pipeline, Nordic Group préfère s'orienter vers les collaborations.

Les autres acquisitions concernent des sociétés de services, c'est une stratégie de diversification. Elles ne concernent pas des médicaments et sont donc beaucoup moins risquées. Les revenus de Nordic Group sont pour l'instant répartis également entre les médicaments et ses activités de services. En se spécialisant dans des fonctions de la chaîne de valeur, ce laboratoire dilue le risque lié aux spécificités des produits pharmaceutiques (protection des brevets, accès au marché ou remboursement incertain).

3. Comparaison des stratégies d'une entreprise cotée et d'une entreprise non cotée

Comme nous le comprenons maintenant, il y a une forte différence dans l'application de la stratégie de fusions-acquisitions entre un laboratoire dont l'actionnariat est coté en bourse ou en partie, et celui dont l'actionnariat reste privé. Très peu de grands laboratoires ne sont pas cotés, mais des exceptions existent comme le laboratoire français Servier, ou l'allemand Boehringer Ingelheim.

En revanche, très peu de petits laboratoires sont cotés. Il y a plusieurs raisons à cela dont :

- La confidentialité : en effet selon la loi une entreprise cotée doit éditer chaque année un rapport public détaillant ses revenus, ses investissements et sa santé financière. Ces données peuvent

déstabiliser le jeu concurrentiel. Cela dit, tous les grands laboratoires influents et les nouvelles sociétés de biotechnologies sont cotées, ce qui ne les empêche pas d'être performants ;

- La protection d'un rachat : en étant coté en bourse, on peut subir une OPA, parfois consentie, mais souvent hostile. En effet, le capital étant public, un grand actionnaire peut décider d'acheter la majorité des parts et devient l'actionnaire décisionnaire dans la société. Ces petits laboratoires sont généralement des entreprises familiales et souhaitent souvent rester indépendantes et garder le pouvoir sur leur activité.

Ces laboratoires non cotés en bourse, même lorsqu'ils sont en bonne santé financière n'ont pas encore les réserves suffisantes pour acquérir une société intéressante et très innovante. Entrer en bourse permet de lever des fonds lorsque des investisseurs achètent des parts de l'entreprise (ils financent donc l'entreprise). Cet effet de levier permet à un petit laboratoire ou à un plus important de pouvoir réaliser des acquisitions de sociétés générant parfois plus de revenus. Cela permet donc de faciliter le développement et de devenir plus imposant. Un géant de l'industrie pharmaceutique comme Sanofi a pu multiplier les acquisitions, prendre des risques, pour devenir le 4ème laboratoire mondial.

Pour l'instant, les petits laboratoires européens suivent une stratégie moins risquée, *via* des accords de licence pour croître sereinement et avancer pas à pas.

C. Tendances chez les petites entreprises européennes

1. Etat des lieux

Il existe en Europe de nombreux laboratoires similaires à Norgine, de petites tailles, avec un chiffre d'affaires inférieur à 1 milliard d'euros.

Ils sont répartis dans le tableau suivant, réalisé grâce à différents critères qui sont: pas d'entreprise de génériques, au moins 2 filiales par entreprise en Europe, moins de 1 milliards de chiffre d'affaires, au moins un produit commercialisé en Europe et au moins un accord de licence réalisé.

Ce tableau date de 2012, il n'inclut pas tous les laboratoires existant, et selon notre sélection les sociétés n'ayant pas encore signé d'accord de licences n'apparaissent pas (les dispositifs médicaux ne sont pas inclus)¹⁰⁷.

	CA Total 2011 (M€)	Ancienneté (années)	Nombre d'employés	Nombre d'aires thérapeutiques	Nombre de Filiales en EU	Statut de la société	Part des produits dans le CA (%)	Revenus par employé (M€)
SEP	0,3	5	30	2	4	Non Cotée		0
Spepharm	15	6	48	4	5	Non Cotée	100	0,3
HRA	39	16	80	2	5	Non Cotée	100	0,4
Alliance UK	56	14	53,5	10	2	Cotée	100	1,0
Effik	71	20	261	4	6	Non Cotée	100	0,2
Nordic Group	119	17	289	5	14	Non Cotée	63	0,4
Mercury	120	21	910	7	2	Non Cotée	100	0,1
Prostrakan	130	17	218	3	8	Non Cotée	100	0,6
Therabel	133	67	400	5	6	Non Cotée	100	0,3
Rovi	188	66	840	4	2	Cotée	75	0,2
SOBI	209	11	500	3	13	Cotée	100	0,4
Medac	225	42	700	5	7	Non Cotée	100	0,3
Expanscience	233	62	885	4	7	Non Cotée	100	0,3
Norgine	258	106	1200	3	12	Non Cotée	100	0,2
Aptalis Pharma	471	30	875	1	3	Non Cotée	90	0,5
Vifor	488	68	1550	3	11	Non Cotée	100	0,3
Zambon	547	106	1936	3	7	Non Cotée	80	0,3
Sigma tau	673	55	2441	10	9	Non Cotée	100	0,3
Recordati	762	86	3000	10	11	Cotée	100	0,2
Almirall	768	69	2792	4	11	Cotée	100	0,3
Esteve	814	83	2872	7	6	Non Cotée	100	0,3
Orion	917	95	3425	2	18	Cotée	100	0,3
Grunenthal	947	66	4700	4	15	Cotée	100	0,2
Leo	999	104	4600	4	23	Non Cotée	100	0,2

Figure 37 : Présentation des laboratoires européens de petite taille

Nous nous apercevons que la répartition selon le chiffre d'affaires n'est pas équilibrée, et que la majorité des entreprises sont réparties entre 0 et 300 millions d'euros, puis au-dessus de 700 millions d'euros. Il y a donc un écart entre ces deux performances, d'ailleurs quatre des six laboratoires cotés en bourse sont dans la tranche supérieure. Cette stratégie a donc sans doute permis d'accélérer leur développement et leur croissance.

¹⁰⁷ Touati. M, « Les laboratoires pharmaceutiques de petite taille en Europe : Quelle stratégie ont-ils adoptés pour assurer leur croissance ? », 69 pages Thèse d'exercice de Docteur en pharmacie, Nantes, Format PDF, disponible sur <http://archive.bu.univ-nantes.fr/pollux/show.action?id=8e7cba29-7ee0-4372-8590-c22053fdcef9> Janvier 2013

Leurs modèles économiques sont variés même s'ils sont tous spécialisés par aire thérapeutique. Certains développent leurs propres technologies, d'autres se concentrent sur une aire thérapeutique ou des prestations de services (comme le développement clinique, le réglementaire ou le marketing).

Les laboratoires équivalents à Norgine sont aussi à la recherche de partenariats et d'accords de licence. Ils ont la même stratégie. Alors, selon nous, on pourrait dire que cette stratégie ressemble à une exploitation d'une des fonctions de la chaîne de valeurs de Porter. Ces laboratoires mettent en avant une capacité de commercialisation, et s'ils allaient jusqu'au bout de cette logique ils pourraient ne plus avoir de recherche interne, et seulement acquérir des licences pour remplir leur portefeuille.

2. La capacité à réaliser des fusions-acquisitions

Norgine et ces autres laboratoires privés, comme le dit Julien Michaux dans son interview, doivent réaliser des achats « en bon père de famille », les risques financiers sont grands, et ne peuvent être amortis par des actionnaires puissants¹⁰⁸. Un échec pourrait entraîner la faillite de l'activité. Donc leurs faibles ressources ne permettent pas encore d'acheter des entreprises de biotechnologies prometteuses au vu de leurs prix exorbitants, et les cibles à leur portée sont peu nombreuses. Les concurrents ciblent les mêmes entreprises et les prix augmentent, en effet il y a plus d'acheteurs potentiels que de cibles.

Norgine pourrait potentiellement prendre un risque lorsque sa rentabilité financière sera élevée. En attendant, la firme doit bâtir une trésorerie importante pas l'intermédiaire de nombreuses collaborations, pour atteindre une taille critique. Cette stratégie permettra ensuite de réaliser des opérations plus importantes et de changer de rang dans le monde pharmaceutique, mais ce n'est d'ailleurs peut-être pas un souhait de la direction.

¹⁰⁸ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

D. Analyse de la problématique

1. Les fusions-acquisitions pour Norgine?

Norgine a réalisé une opération proche d'une fusion-acquisition, sa joint-venture avec le laboratoire Spepharm. Julien Michaux nous commente cette opération : « *Nous avons réalisé une « joint-venture » avec Spepharm en 2012. C'est une structure intermédiaire qui permet aux actionnaires de Spepharm de rester au contrôle. On maintient un alignement entre les intérêts de l'acheteur et du vendeur, et celui-ci reste investi. Ce n'est pas une acquisition, mais cela permet à Norgine de gérer totalement leurs produits. A terme, ce devrait être entièrement intégré dans Norgine. La structure comporte les mêmes risques qu'une opération de M&A.* »¹⁰⁹

Avec l'option de récupérer tous les produits de Spepharm, Norgine réalise son objectif sur une période un peu plus longue mais en partageant les risques. Le laboratoire avance donc étape par étape, comme le recommande le professeur Laurence Capron.

Grâce à la matrice de choix présentée dans cette thèse, nous allons essayer d'analyser si Norgine a intérêt ou non à réaliser une acquisition.

Voici une reproduction du tableau d'aide à la décision¹¹⁰ :

Schéma 10.5 Acheter, collaborer ou faire soi-même ?

	Acheter	Collaborer	Faire soi-même
Urgence	Très rapide	Rapide	Lent
Incertitude	Possibilité de revente en cas d'échec	Pertes partagées, possibilité de rachat	Vente difficile en cas d'échec
Capacités intangibles	Problèmes de culture et d'évaluation	Problèmes de culture et de contrôle	Cohérence de la culture
Capacités autonomes	Nécessité d'acheter la totalité	Collaborer avec l'activité concernée	Créer un isolat

Figure 38 : Acheter, collaborer ou faire soi-même en fonction de certains critères

Maintenant, évaluons ces critères dans le cas selon lequel Norgine voudrait acquérir un nouveau produit innovant issu des biotechnologies. Nous avons pris en compte les critères en fonction de la situation actuelle de Norgine, puis nous avons jugé la meilleure stratégie de croissance pour chaque critère. Nous avons regroupé les résultats dans le tableau suivant.

¹⁰⁹ Annexe 4 - Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013

¹¹⁰ Pearson Education France – Stratégique, 9^e éd – G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry

	NORGINE	RESULTATS
URGENCE	Rapide	Collaborer
INCERTITUDE	Oui, dépendant du stade de développement	Acheter ou collaborer
CAPACITES INTANGIBLES	Problématique pour les entreprises de biotechnologies	Faire soi même
CAPACITES AUTONOMES	Il n'est pas nécessaire de tout acheter	Collaborer

Figure 39 : Décisions de stratégie de croissance pour Norgine selon différents critères

Selon notre matrice, la solution la plus pertinente est de « collaborer ».

Cependant cette matrice ne prend pas en compte des facteurs irrationnels comme les effets de mode et ou la forte personnalité des dirigeants. Aussi la capacité financière n'est pas présentée et c'est une barrière dans le cas d'une acquisition. Ces données non représentées dans la matrice orientent aussi vers la stratégie de « collaboration ».

Enfin selon nous, pour le critère « incertitude », la capacité de revente est quasi nulle dans l'industrie pharmaceutique lorsque le produit subit un échec durant le développement ou l'évaluation par les payeurs.

Nous avons également noté les stratégies de croissance de 0 à 3 selon leur importance en fonction de chaque critère, toujours en rapport avec la situation actuelle de Norgine. On note 0 quand le critère n'est pas du tout important et 3 quand à l'inverse il est très important, dans le tableau suivant:

	Urgence	Incertaines	Capacités intangibles	Capacités autonomes	Total
Acheter	3	1	1	1	6
Collaborer	2	3	0	3	8
Faire soi-même	0	1	3	0	4

Figure 40 : Notation des différentes stratégies de croissance pour Norgine selon différents critères

Enfin, nous avons utilisé ces données pour réaliser un radar qui nous donne un résultat plus visuel.

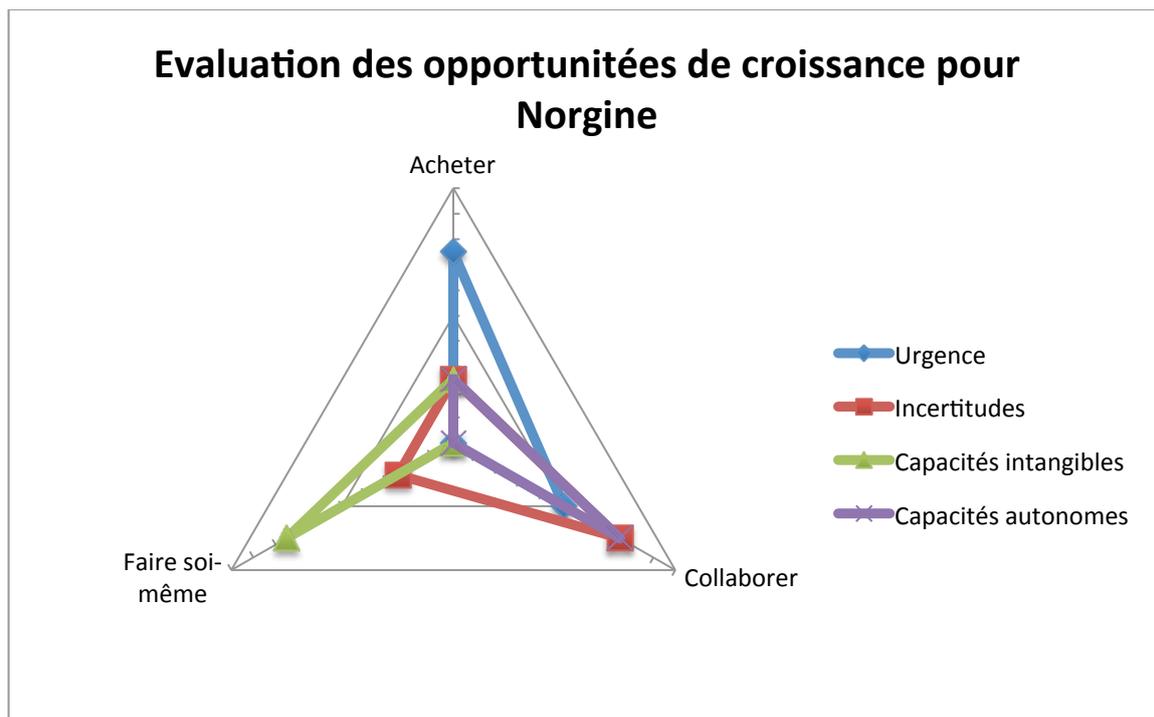


Figure 41 : Evaluation des opportunités de croissance pour Norgine

Pour le laboratoire Norgine, les résultats de notre analyse sont clairement favorables à l'élaboration de collaborations, par l'intermédiaire notamment des accords de licence. Cette conclusion est en ligne avec la stratégie et les opérations menées ces dernières années par la direction. Les prérequis théoriques et les conseils des professionnels des fusions-acquisitions ne peuvent que difficilement s'appliquer au cas Norgine, spécifique des entreprises de petite taille. Ces laboratoires de petite taille peu connus du grand public intéressent peu les analystes financiers et se retrouvent dans des communautés pour élaborer des stratégies (événements et congrès spécifiques).

2. Résolution du problème et propositions

Nous allons répondre en deux temps au sujet de cette thèse : « *Les fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique, outil de croissance et de création de valeur ? Le cas Norgine* ».

Premièrement, en fonction des analyses et des faits étudiés dans cette thèse, les fusions-acquisitions ont permis aux laboratoires pharmaceutiques d'augmenter leurs revenus et d'atteindre une certaine croissance. Cet outil est très intéressant dans une industrie produisant une technologie de pointe. Le fait d'acquérir cette technologie complexe donne un véritable avantage concurrentiel, notamment grâce à la rapidité de commercialisation que cette opération engendre. Cela permet donc d'engranger des revenus supérieurs aux concurrents qui ne l'ont pas. Cette activité est motivée par le contexte actuel, les entreprises pharmaceutiques tirent de moins en moins profit de leurs ressources internes (crise de l'innovation) mais ont encore énormément de liquidités, alors naturellement elles s'orientent vers des opérations de M&A.

L'exemple du laboratoire Sanofi, classé 4^{ème} mondial en terme de revenus¹¹¹, confirme notre constat. Il s'est construit en multipliant les acquisitions, parfois risquées en achetant plus gros que lui, et a su intégrer jusqu'à maintenant tous ses partenaires, malgré des cultures d'entreprises différentes. Sanofi n'en serait pas là s'il n'avait pas eu recours aux acquisitions massives. Alors, si le rôle des actionnaires est parfois mal compris et peut être éloigné de l'intérêt du patient, ils participent à la création de géants de la pharmacie, indispensables aux récents progrès de la médecine et moteurs de l'économie mondiale (ce sont de grands employeurs).

Nous pondérons cette affirmation par une autre réalité. Les cessions d'activité participent aussi à la croissance, on voit actuellement de nombreuses firmes se séparer d'activités analysées comme non stratégiques. La cession permet de récolter des fonds et d'orienter toutes ses capacités sur le cœur de métier du laboratoire, une stratégie qui devrait engendrer la croissance.

Deuxièmement, nous pensons qu'un laboratoire de petite taille non coté en bourse comme Norgine a moins d'intérêt à se lancer massivement dans des opérations de fusions-acquisitions. Aux deux motivations principales qui mènent à ces opérations (le besoin de réactivité rapide et la pression des actionnaires), ce laboratoire est concerné seulement par la première. De plus, sa capacité financière bien moins importante que les grands laboratoires ne lui permet pas d'acheter des entreprises de biotechnologies prometteuses.

¹¹¹ Site internet LEEM : <http://www.leem.org/article/marche-mondial-0>

Alors comme nous l'avons vu, Norgine mène une stratégie de collaborations (licences et partenariats) conforme à notre analyse et aux évolutions de la pharmacie, avec ces nouvelles contraintes. Mais nous voulons émettre trois propositions d'actions possibles pour se développer plus fortement:

- Norgine peut continuer sa stratégie de partenariats mise en place il y a peu de temps et essayer de l'intensifier (notre analyse pondérée par différents critères confirme cette stratégie). En effet, le CA de ce laboratoire est tributaire d'un produit majeur, le Movicol ®. Ces actions lui permettront d'enregistrer des revenus pour atteindre une taille critique.
- Deuxièmement, nous pouvons proposer à Norgine de réaliser une ou plusieurs petites acquisitions, en avançant à petits pas. Nous l'avons vu, l'apprentissage est important (même si nous savons bien que les cibles sont rares). L'exemple concernant IPSEN nous prouve qu'il y a des opportunités. En Juillet 2013, ce laboratoire a conclu un accord pour l'achat d'une société britannique, nécessitant le versement d'un premier paiement de 28 millions d'euros, un pari que pourrait potentiellement faire Norgine.¹¹² Si les dirigeants de Norgine veulent amener l'entreprise dans une autre dimension, ils devront prendre des risques.
- Enfin, Norgine a aussi la possibilité de s'introduire en bourse, sur le modèle d'IPSEN il y a quelques années, et de bien d'autres entreprises. Si la situation financière est saine et prometteuse, une cotation boursière permettra de récolter des fonds pour procéder à un ou plusieurs achats stratégiques qui permettront à Norgine de ne plus être dépendant des ses anciens produits.

¹¹² Annexe 1 - Article « IPSEN se renforce dans les toxines botuliques » Bourse le Figaro, le 15/07/2013

Conclusion

Les fusions-acquisitions ont été et sont toujours largement utilisées par les laboratoires pharmaceutiques dans le cadre de leur stratégie de croissance. Nous avons analysé différents facteurs externes et internes qui peuvent expliquer le recours massif de l'industrie pharmaceutique à cette activité, comparé à d'autres industries. La pression économique des gouvernements (sur les prix notamment) et l'arrivée des génériques, dans une industrie de haute technologie avec une recherche de moins en moins efficiente, amènent les laboratoires à adapter leur modèle et à acquérir des entreprises qui ont quelques produits en développement ou déjà sur le marché. Cela leur permet rapidement de pallier la perte d'un brevet ou d'atteindre les objectifs de croissance fixés. Nous avons également décrit les motivations financières et actionnariales, parfois assez éloignées de la stratégie opérationnelle, qui permettent en partie de comprendre la croissance très importante de ces opérations. Il était intéressant d'en appréhender les différents enjeux.

Le laboratoire français Sanofi est un très bon exemple de l'utilisation des fusions-acquisitions comme outil de croissance et de création de valeur. Ce laboratoire s'est construit en réalisant plus de 300 acquisitions. Naturellement, d'autres nombreuses entreprises de la santé sont aussi le fruit de multiples acquisitions.

En plus de notre présentation, il serait intéressant de développer des indicateurs de performance précis pour analyser plus finement le véritable retour sur investissement des ces opérations, et observer quels laboratoires sont les plus efficaces dans la mise en œuvre de cette stratégie de croissance. En regardant dans le portefeuille de produits de certains laboratoires la part des médicaments qui proviennent de la recherche interne, et la part de ceux acquis, en fonction du chiffre d'affaires qu'ils génèrent, on peut comprendre l'importance des fusions-acquisitions dans la stratégie de développement

Dans ce contexte, un laboratoire de petite taille comme Norgine, non coté en bourse, peut difficilement rentrer dans la course à l'achat des entreprises de biotechnologie très convoitées. Mais il est novateur dans la mise en place d'une stratégie de développement basée sur la collaboration. Norgine établit des accords de licence et des co-développements pour accéder à des revenus en prenant moins de risque que ne lui ferait prendre l'acquisition complète d'une cible. Il met en avant ses qualités comme sa forte implantation en Europe, très attractive pour des firmes étrangères qui souhaitent vendre leurs produits sur le marché européen.

En effet, avec seulement quelques produits à faibles revenus mais indispensables aux patients, une R&D également moins productive et beaucoup moins de ressources, les laboratoires de petite taille

doivent s'adapter à l'évolution du secteur. Un nouveau modèle de croissance moins onéreux mais sans doute plus efficace s'installe, et Norgine l'a bien intégré en multipliant les partenariats.

Enfin, comme nous l'avons vu, les petits laboratoires ont aussi tendance à se spécialiser par domaines d'activités en proposant un service de pointe, le long de leur chaîne de valeur. Norgine pourrait par exemple devenir uniquement un fournisseur de forces de ventes et un professionnel du marketing. Aussi un nouveau département vient d'être créé dans l'enceinte du laboratoire, qui gère une activité dite de « venture debt » en anglais. Cette équipe octroie des prêts à des startups de la santé avec un important taux d'intérêt, relatif au risque encouru. Cette activité bénéficie de synergies avec le laboratoire, utilisant ses ressources scientifiques, et est stratégique car permet de repérer des cibles potentiellement intéressantes pour Norgine. De la même manière le laboratoire pourrait un jour ne vivre que de cette activité.

Bibliographie

Cette thèse a été réalisée grâce aux prérequis de mes études de pharmacie, des cours de culture industrielle de la filière industrie, ainsi qu'à l'aide de certains cours de la Chaire santé de l'ESSEC et de ses intervenants, et des cours de management stratégique du Professeur Barthélémy.

En ordre alphabétique, il y a 43 références:

- Ada Di Marzo. « Les Acquéreurs ». Vidéo site internet : <http://www.bain.com/offices/paris/fr/publications/multimedia/m-and-a-video.aspx>, consulté en Novembre 2013
- Andrew S.Forman, Jeffrey R.Greene. Ernst and young. “Biopharma Mergers and Acquisitions: an era of elusive growth, capital triage, and new competitors”. Invivo: the business & medicine report. ElsevierBL.com. June 2013
- Ansoff Igor, « Strategies for Diversification », Harvard Business Review, 1957
- Armelle Bohineust. « Ipsen se renforce dans les toxines botuliques », le Figaro. Le 15/07/2013
- Armelle Bohineust. « Les laboratoires, nouveaux banquiers des biotechs ». Le Figaro. 11/01/2012
- BCG, Life Science R&D. “Changing the innovation equation in India”. June 2011
- BCG. “Brand renaissance: five ways to win commercially in pharmaceutical markets” December 2011
- Bionest Partners. Big Pharma’s Partnership Strategies in Relation to Biotech Companies. December 1st 2011
- Businesspme. Le modèle du BCG (matrice BCG). Site internet: Businesspme.com, <http://www.businesspme.com/article/le-mod-du-bcg-matrice-bcg-/894.html>, consulté en Septembre 2013
- C.Allary Bionest Partners Consultant, J.Ozdowski. « Les stratégies pour l’innovation ». Expertise pharmacie. Septembre 2008
- Dr Laurent Alexandre (Médecin, Science-Po, ENA), « La mort de la mort », édition JC Lattès, Avril 2011
- Frédérique Sahwald. « Les fusions-acquisitions, instrument de la destruction créatrice ». Ramses. 2001
- G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry. “Des Suisses dans la vallée”. Le deal Roche – Genentech. Stratégique, 9^e éd. Pearson Education France. 2011

- G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry. « Sanofi-Aventis s'achète un patrimoine génétique ». Stratégique, 9^e éd. Pearson Education France. 2011
- G.Johnson, R.Whittington, K.Scholes, F. Fréry. Stratégique, 9^e éd. Pearson Education France. 2011
- GloabaData – Pharma etrack. « Top M&A financials advisors » worldwide in 2013. Site internet GlobalData: <http://www.globaldata.com>. Consulté en Septembre 2013
- GlobalData - Pharma e-track. “Asia-Pacific Deal Activity: Growth Fueled by Big Pharma Interest and Domestic Consolidation”. Site internet GlobalData: <http://www.globaldata.com>. Consulté en Septembre 2013
- GlobalData - Pharma e-track. Site internet GlobalData: <http://www.globaldata.com>. Consulté en Septembre 2013
- IMAA Institute. Biotechnology and pharmaceuticals. Site internet: <http://www.imaainstitute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>. Consulté en Octobre 2013
- IMS Institute for Healthcare Informatics. “Therapy forecaster”. 2011
- IMS Institute for Healthcare Informatics. Market Prognosis. May 2012
- IMS Institute for Healthcare Informatics. The global use of medicines, Outlook Through 2016. July 2012
- Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department Norgine, 15/10/2013
- Ivey Business School. « Valuation review ». Cours de MBA.
- Jérôme Barthelemy. Cours de « Management stratégique ». ESSEC. 2012
- Laurence CAPRON and Will MITCHELL. “Build, Borrow, or Buy: Solving the Growth Dilemma”. Harvard Business Review Press. August 2012
- Laurence Capron, Professeur. « M&As : Not necessarily the best way to growth your company ». Site internet:<http://knowledge.insead.edu/strategy/mas-not-necessarily-the-best-way-to-grow-your-company-540>, consulté en Octobre 2013
- Laurence Capron, Professeur. Interview jusqu'à 3,15min, <http://www.youtube.com/watch?v=ynpgncEFiZc>. INSEAD Knowledge. Consulté en Octobre 2013
- LEEM. Marché mondial – L'économie du médicament. Site internet : <http://www.leem.org/article/marche-mondial-0>, Consulté en Novembre 2013
- Maysoun Dimachkie Masri, assistant professor, « CRO : an industry analysis », College of Health and Public Affairs, University of Central Florida, 2011
- McKinsey, perspectives on drug & devices R&D 2012. « Escaping the sword of Damocles: Toward a new future for pharmaceutical R&D ». 2012
- Mickael Porter, Livre « L'avantage concurrentiel » 1980, multiples éditions
- Norgine. Document interne de présentation. 2013

- Norgine. Performance de Norgine en 2013. Site internet Norgine.com, <http://www.norgine.com/about-us/key-facts>, consulté en Mars 2014
- Norgine. Rapport résultats annuels 2011. Site internet Norgine.com, <http://www.norgine.com/get-file/files/annual-reports/2011%20-%2028108%20%202011%20Norgine%20Annual%20Report.pdf>, consulté en Mars 2014
- Pharmaceutiques, Dossier recherche. « R&D, les Big pharmas à la recherche d'un second souffle ». Septembre 2008
- PWC. Article site internet. <https://list2.pwc.fr/diagnostics-2011-manda-surges-companion-diagnostics-accelerate-and-early-detection-offers-new-prospects.html>. 2011. Consulté en Septembre 2013
- Sanofi. L'histoire de Sanofi. Site internet Sanofi.com, http://www.sanofi.com/notre_groupe/histoire/histoire.aspx consulté en Mars 2014
- Smart Pharma Consulting analyses. "Evaluate Pharma World Preview (June 2012)". Annual reports 2011. 2012
- Touati. M, « Les laboratoires pharmaceutiques de petite taille en Europe : Quelle stratégie ont-ils adoptés pour assurer leur croissance ? », 69 pages Thèse d'exercice de Docteur en pharmacie, Nantes, Format PDF, disponible sur <http://archive.bu.univ-nantes.fr/pollux/show.action?id=8e7cba29-7ee0-4372-8590-c22053fdcef9>. Janvier 2013
- Valérie Dailly. Cours de marketing. ESSEC. 2012
- Vault guide to finance interviews. « Valuation techniques ». 2005
- Xerfi. Les laboratoires pharmaceutiques - Février 2012. France

Annexes

Annexe 1 : Article « IPSEN se renforce dans les toxines botuliques »

Ipsen se renforce dans les toxines botuliques

Par Armelle Bohineust | Publié le 15/07/2013 à 19:20 | Mise à jour le 15/07/2013



Préparation des produits à base de toxine botulique dans un centre de fabrication d'Ipsen, en Grande-Bretagne.

Le laboratoire français achète une petite société britannique et conclut un accord avec l'université Harvard.

La première acquisition depuis l'arrivée de Marc de Garidel à la tête d'**Ipsen**, fin 2010, concerne les **toxines botuliques**. Le groupe tricolore a annoncé lundi le rachat de la petite société britannique **Syntaxin**, spécialiste de l'ingénierie de ces toxines. Ipsen versera à ses actionnaires 28 millions d'euros et ajoutera jusqu'à 130 millions d'euros complémentaires si le développement de traitements en cours se déroule comme prévu.

Ipsen collaborait depuis trois ans déjà avec le petit labo, dont il détenait à la fin juin 10 % du capital. Les équipes de Syntaxin travaillent sur la découverte de nouveaux candidats thérapeutiques tandis qu'Ipsen leur apporte son savoir-faire «dans l'évaluation pharmacologique, préclinique et clinique des composés».

Mais, ce rachat de 100 % du capital de Syntaxin permet à Ipsen de miser à fond désormais sur les toxines botuliques. Ces protéines sont prisées aujourd'hui pour leur double usage. Elles sont utilisées pour des maladies neurologiques graves, du fait de leur capacité à réduire les spasmes musculaires, et elles sont davantage connues pour leur application dans les soins esthétiques, dans le comblement des rides. Syntaxin apporte à Ipsen un portefeuille de 75 brevets déjà validés et de plus de 130 brevets en cours d'examen. Le groupe britannique a également à son actif un produit en phase II d'essais cliniques, encore soumis à quelques années de développement avant sa mise sur le marché.

Avec cette acquisition et le partenariat qu'il a annoncé lundi également, avec l'Université Harvard, aux États-Unis, Marc de Garidel espère devenir un leader des toxines botuliques de nouvelle génération. Ce marché progresse de 10 % par an et il est évalué globalement à plus de 3 milliards d'euros en 2017. Il représente déjà 20 % des ventes du quatrième laboratoire français.

Cela va «dans le sens de notre ambition de devenir un leader mondial dans le domaine des maladies

invalidantes. L'acquisition de Syntaxin est un apport majeur à notre franchise neurologie, parfaitement en ligne avec notre stratégie de spécialisation», assure Marc de Garidel. L'entreprise détenue par la famille Beaufour commercialise déjà des produits à base de toxine botulique, concurrents du célèbre Botox d'**Allergan**. Le Dysport d'Ipsen (dénommé Azzalure sur le marché de l'esthétique en Europe) est vendu dans 75 pays. Ipsen le distribue en direct pour les usages médicaux et via des accords de partenariats, notamment avec les sociétés Valeant et Galderma, pour les utilisations esthétiques.

Doubler les ventes

Parallèlement au rachat de Syntaxin, Ipsen a conclu un accord avec la Harvard Medical School, également dans les toxines botuliques recombinantes. Le laboratoire dirigé par Marc de Garidel financera pendant trois ans la recherche dans ce domaine et se verra octroyer les droits exclusifs sur toute toxine issue de cette collaboration.

Ipsen se concentre sur la médecine de spécialité, avec trois domaines privilégiés, l'endocrinologie, la neurologie et l'uro-oncologie, auxquels il consacre l'essentiel de ses investissements en recherche et développement (20 % du chiffre d'affaires). Le laboratoire veut doubler ses ventes entre 2011 et 2020 pour les porter à plus de 2 milliards d'euros. Il prévoit aussi de tripler sa rentabilité sur la même période, en dépit d'une perte en 2012. Celle-ci était due au plan social concernant la médecine générale en France et à la cession d'une filiale américaine en faillite à Baxter.

Annexe 2 : Article « Les laboratoires, nouveaux banquiers des biotechs »

Les laboratoires, nouveaux banquiers des biotechs

Par **Armelle Bohineust** Mis à jour le 11/01/2012 à 10:52 Publié le 11/01/2012

En dépit de l'arrivée en fin de vie de leurs grands médicaments, les grands laboratoires disposent de véritables trésors de guerre, tandis que les financiers, eux, peinent à attirer le cash.

La grand-messe des biotechs, qui rassemble, sous l'égide de JPMorgan, des milliers de start-up, d'investisseurs et de laboratoires pharmaceutiques, a démarré à San Francisco. Et, comme chaque année, les annonces pleuvent. Sanofi a fait part d'un nouvel investissement qui illustre l'évolution du financement des biotechs, ces entreprises qui créent des médicaments à partir d'organismes vivants et fournissent désormais plus de la moitié des nouveaux traitements.

Le laboratoire tricolore entre au capital de Warp Drive Bio, une start-up qui identifie de futurs médicaments «grâce à des techniques de microbiologie, de séquençage de nouvelle génération, de bio-informatique et de chimio-informatique de pointe», explique Sanofi.

Le plus remarquable est sans doute que le troisième labo mondial s'associe à deux sociétés de capital-risque américaines, Third Rock Ventures et Greylock Partners, pour investir à eux trois 125 millions de dollars (97 millions d'euros) en cinq ans dans Warp Drive Bio. «Les laboratoires pharmaceutiques sont de plus en plus présents aux côtés des fonds d'investissement, dès les premiers tours de table», confirme Antoine Papiernik, partenaire associé de Sofinnova Partners.

En août dernier, le fonds français a été ainsi accompagné des fonds d'investissements de deux grands labos, SR One (filiale de GSK) et Roche Venture Fund, dans le tour de table qu'il a monté pour investir dans la biotech britannique Mission Therapeutics.

Accélération des opérations

En dépit de l'arrivée en fin de vie de leurs grands médicaments, les grands laboratoires disposent de véritables trésors de guerre, tandis que les financiers, eux, peinent à attirer le cash. Un argument que les géants de la pharmacie font jouer à plein alors qu'ils sont à l'affût d'innovations, bien davantage localisées aujourd'hui dans les **biotechs** que dans leurs propres centres de recherche. Cela en fait les principaux financeurs des start-up des sciences de la vie, via des partenariats ou des acquisitions.

Les groupes pharmaceutiques créent aussi des fonds d'investissements internes. C'est le cas du suisse Novartis Venture Fund, l'un des plus gros fonds détenus par un laboratoire. Il participe notamment au tour de table de quatre biotechs françaises avec la société de gestion indépendante Truffle Capital. C'est aussi le cas de SR One, le fonds du britannique GSK, qui a investi 600 millions de dollars dans près de 150 entreprises depuis sa création, en 1985. Ou encore de Roche, qui s'est lancé en 2002 dans le capital-investissement. Son fonds, le Roche Venture Fund, a été doté de 500 millions de francs suisses dont 40% ont été déjà investis dans une soixantaine de biotechs.

D'autres labos créent leur fonds. Pas Sanofi. Ses équipes «réfléchissent à un format d'investissement spécifique dans les biotechs», observe un expert. Cela n'empêche pas le troisième laboratoire mondial d'investir autant que ses concurrents via des accords ou des rachats. Les partenariats ont représenté l'essentiel des 100 millions d'euros investis en 2011 par le laboratoire dirigé par Chris Viehbacher.

Euler Hermes a indiqué l'an dernier que les rapprochements (alliances ou rachats) entre sociétés de biotechnologie et «big pharma» ont progressé de 14 % en moyenne par an entre 2005 et 2009, avec 193 opérations en 2009.

Mieux, les fusions-acquisitions ont représenté 51,6 milliards de dollars au premier semestre 2011, un montant très élevé par rapport à 2010, où le total des fusions pour l'année s'élevait à 67 milliards, note une étude récente de HBM Partners. La principale opération l'an dernier a d'ailleurs été le rachat de Genzyme par Sanofi pour 20 milliards de dollars.

Annexe 3 : Le deal Roche-Genentech, “Des Suisses dans la vallée”

Illustration 10.1

Des Suisses dans la vallée

Le laboratoire pharmaceutique suisse Roche a été confronté à une vive résistance lorsqu'il a racheté la société de génie génétique californienne Genentech.

Fondé en 1896, le laboratoire pharmaceutique suisse Roche comptait 80 000 employés en 2009, avec un chiffre d'affaires mondial de 33,6 milliards de dollars. Roche détenait alors 56 % du capital de la société de génie génétique Genentech, implantée à San Francisco. Or, Genentech tenait jalousement à son autonomie et considérait que ses données scientifiques n'appartenaient pas à Roche. Profitant de la baisse du dollar, Roche lança une offre de prise de contrôle à 100 % de Genentech, à 89 dollars par action, ce qui valorisait l'entreprise à 44 milliards. La direction de Genentech refusa l'offre.

Genentech avait été fondée en 1976 par un jeune capital-risqueur et un professeur assistant de l'université de Californie à San Francisco. En 1977, l'entreprise fut la première au monde à faire exprimer un gène humain par une bactérie génétiquement modifiée. Dès l'année suivante, elle fut la première à produire de l'insuline humaine grâce à ce procédé. Roche acheta sa participation dans Genentech en 1990, mais laissa une grande indépendance à sa filiale. En 2009, Genentech était la deuxième entreprise de biotechnologies aux États-Unis, avec 11 000 salariés, dont la plupart étaient des scientifiques de haut niveau, indéfectiblement liés à l'entreprise par une combinaison de salaires élevés, de stock-options et de liberté académique. Genentech autorisait ses scientifiques à poursuivre leurs propres recherches un jour par semaine et à publier leurs travaux dans des revues académiques. En 2008, Genentech avait déposé plus de brevets en biologie moléculaire que le gouvernement américain et les dix campus de l'université de Californie réunis. Le magazine *Science* lui avait décerné le titre de meilleur employeur pour des scientifiques sept années d'affilée. En 2008, l'ancien chercheur en biotechnologies Art Levinson, directeur général de Genentech depuis 1995, grand défenseur des fêtes de la bière organisées tous les vendredis dans l'entreprise, avait été désigné par un autre magazine comme le dirigeant le plus sympa des États-Unis.

Roche fut contraint de remonter son offre à 94 dollars par action. La direction de Genentech accepta à regret : ils espéraient 112 dollars par action, mais la crise économique rendait cet objectif irréaliste. Cela dit, puisqu'ils étaient eux-mêmes actionnaires, l'offre de Roche leur permettait – comme beaucoup de chercheurs de Genentech – de réaliser une très importante plus-value.

Bien que propriétaire désormais à 100 % de Genentech, Roche fut confronté à des difficultés managériales considérables. Laurence Lasky, un capital-risqueur de la Silicon Valley et ancien chercheur chez Genentech, commenta : « Ils sont suisses et Genentech est une bande de cow-boys californiens. » Roche avait en effet une culture très différente. Basé dans la ville sobre de Bâle, Roche était toujours possédé pour moitié par les descendants de ses fondateurs. Ses produits étaient issus de son expertise en chimie, très différente du génie génétique de Genentech. Cependant, comme beaucoup de gros laboratoires internationaux, le flux de nouveaux produits issus de ses laboratoires de recherche s'asséchait. Roche espérait regarnir son portefeuille de produits en puisant dans la recherche de Genentech. Un programme de réduction des coûts était également prévu, notamment grâce à la fusion de son siège américain avec celui de Genentech.

Le président de Roche, Franz Humer, un avocat suisse, était très optimiste : « Je suis ravi que cette intense négociation ait débouché sur ce succès. [...] J'ai parlé avec Art Levinson et il souhaite s'impliquer totalement dans le succès de notre entreprise. » Pour autant, un observateur proche de Genentech remarquait que « les véritables actifs stratégiques de Genentech, ils sortent tous les soirs en baskets et vous espérez qu'ils reviendront le lendemain matin ».

Sources : *San Francisco Chronicle*, 13 mars 2009 et 17 août 2008 ; *International Herald Tribune*, 13 mars 2009 ; *Wall Street Journal*, 17 mars 2009.

Questions

1. Évaluez la compatibilité stratégique et la compatibilité organisationnelle de Roche et de Genentech.
2. Que doit faire Roche pour assurer le succès de son acquisition ?

Annexe 4 : Interview de Julien Michaux, Director du Venture debt department, Norgine

Thème : L'intérêt financier des fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique.

(Thèse: Les fusions-acquisitions dans l'industrie pharmaceutique, outil de croissance et de création de valeur ? Le cas Norgine)

Antoine de Sagey : Bonjour Julien, pouvez-vous nous présenter votre background et votre parcours?

Julien Michaux : Bonjour Antoine, je suis en charge de l'activité « Venture debt » de Norgine depuis 3 ans, auparavant j'ai passé 6 ans chez Lazard à Londres (banque d'affaires) en M&A. J'ai aussi travaillé quelques années chez J&J aux Etats Unis dans leur département de M&A. J'ai réalisé des études d'ingénieur en France, et quelques années après un MBA à UCLA aux USA.

AS : Pouvez-vous m'expliquer quel est l'intérêt financier des fusions-acquisitions ? En effet on remarque que les entreprises cotées avec des actionnaires puissants sont souvent les entreprises qui font les plus de M&A, pourquoi ?

JM : Tout d'abord vous devez savoir comment est réparti le capital d'une entreprise cotée. Pour schématiser 1/3 du capital appartient aux actionnaires (+ les dividendes), 1/3 représente les taxes, et 1/3 la dette (qui correspond souvent aux emprunts pour financer des investissements).

Les actionnaires veulent donc optimiser leur retour sur investissement, l'entreprise a donc le choix de faire soit:

- croissance interne
- croissance externe
- return on capital : par les dividendes, le rachat d'actions, ou en se séparant de produits pour récupérer du cash

Si il n'y a pas suffisamment de projets présent dans son cœur de métier pour rentabiliser son cash, la **théorie financière** voudrait que la société retourne le capital aux actionnaires.

Les opérations de fusions-acquisitions correspondent à la **croissance externe**, et l'investissement doit bénéficier de la **synergie** avec le business de l'entreprise pour qu'il soit pertinent. Sinon l'actionnaire ira investir son argent ailleurs. Donc la croissance externe ne se justifie que dans la mesure où l'actionnaire ne pourrait faire un meilleur gain. Le bon actionnaire doit comparer la rentabilité, si son argent était dans d'autres mains par exemple, et en comparant les business.

Il pourra donc bénéficier de plusieurs types de **synergies**, dont les **synergies de structure** :

- 2 sociétés similaires, intervenant dans le même domaine sur 2 territoires différents, vont pouvoir échanger leurs produits, utiliser les nouvelles structures de vente et accroître leur accès au marché (EU vs US par exemple). Aussi, les sociétés se restructurent (le nombre d'employés diminue, les doublons sont supprimés).

Alors la valeur de la société est sensée augmenter, $1+1=3$!

De plus la taxation est élevée pour les actionnaires quand ils reprennent les dividendes, les dividendes sont impactés par l'impôt sur le revenu, alors que les sociétés n'ont pas de taxes aussi élevées quand elles investissent.

AS : Quels sont alors les potentiels échecs de cette stratégie ? Car en effet, selon les statistiques, 70% des fusions-acquisitions ne créent pas de valeur.

JM : Les tensions sont très importantes au moment des réductions de personnel, nombre d'employés quittent l'entreprise avant la fusion. Les cultures sont aussi différentes, il peut être long de reconstruire une entreprise unie. C'est un gros dilemme de gérer le personnel « post-merger ».

AS : Alors comment justifiez-vous tous ces deals dans le monde pharmaceutique?

JM : Il y a des avantages financiers. Il faut comprendre la théorie financière. En fonction de nombreux facteurs, un dollar aujourd'hui vaut plus que dans 6 mois.

La time value of money : c'est le principe selon lequel une somme d'argent aujourd'hui n'a pas le même pouvoir d'achat dans le futur, « demain ». Il faut prendre en compte les intérêts gagnés et l'inflation. Ce concept est le centre de la théorie financière.

Il faut donc utiliser la trésorerie quand elle est excédentaire (dividendes ou achats), pour créer de la valeur maintenant pour les actionnaires. Ils doivent faire un savant mélange entre récupérer des dividendes (très taxés) ou investir.

AS : Vous m'aviez déjà parlé de l'impact du traitement comptable, qu'en est-il ?

JM : Si on privilégie la croissance interne les investissements seront traités dans les « expense », on pénalise donc la performance brute. C'est donc directement reporté, et le profit à la fin de l'année diminue.

Si on privilégie une croissance externe (grâce à de la dette souvent), on étale et amorti sur un certain nombre d'années les investissements. **Surtout, ils ne sont pas reportés dans le compte de résultat**, présentant la performance du business, donc on peut présenter au marché et aux investisseurs un meilleur profit à la fin de l'année. Même si on a dépensé la même chose.

La fusion impacte le bilan, car on effectue une grosse prise de dette dans le passif. Le bilan change donc de poids, il y a un lourd investissement, mais le compte de résultat n'a quasiment pas changé. Il bénéficiera surtout des nouveaux profits de la société acquise, **synergies** !

En terme de coût, seul les intérêts de la dette sont présents dans le compte de résultat, et les prêts impactent la trésorerie, les cashflows. Dans le passé c'était encore plus intéressant car il y avait en plus un bénéfice fiscal.

De plus, il faut noter que les analystes regardent l'EBITDA (qui montre la rentabilité opérationnelle de l'entreprise, ce sont les revenus avant intérêts, impôts, etc...), donc les bénéfices, pour évaluer une société. Il est d'autant plus attirant après un achat ! Ils ne regarderont le « net income » (performance nette) qu'après. Ce « net income » peut être mauvais (faible, nul ou négatif) car on rembourse la dette d'acquisition. Ces éléments motivent les acquisitions en cascade.

AS : Y a-t-il d'autres facteurs ?

JM : Oui, en France l'impôt sur les sociétés est de 33% environ, sans compter les taxes additionnelles. Avec le coût de la dette, on bénéficie d'un crédit d'impôt des intérêts de la dette. On diminue donc notre taux d'imposition.

Aussi il faut essayer de rembourser sa dette à court terme, les intérêts étant moins important, mais la capacité de repaiement est souvent limité, c'est donc souvent à long terme.

AS : La personnalité des managers, des CEO joue-t-elle un rôle important ?

JM : La rémunération des CEO est calquée sur des objectifs de croissance et de bénéfices, ainsi que le « Board » (conseil d'administration), mais dans une moindre mesure. Il est censé recadrer le CEO. Le CEO doit donc satisfaire ses actionnaires, dans la courte période qui lui est donnée (environ 5 ans souvent). Les programmes de recherche étant longs, seul la croissance externe permet d'accéder rapidement à des revenus et de noyer le poisson sur la situation de l'entreprise.

Mais c'est aussi une spécificité de la pharma, les produits nécessitent un brevet, qui permet une courte période de commercialisation (environ 10 ans), et pousse donc à chercher et trouver continuellement des leviers de croissance. Pour pallier aux programmes de recherches internes inefficaces, les acquisitions sont une alternative.

AS: Alors avec la crise de croissance des laboratoires depuis quelques années, pourquoi les actionnaires restent en pharma ? L'avenir n'étant pas radieux non plus...

JM : Ce n'est pas totalement vrai, certains sont partis, la capitalisation boursière a baissé en moyenne en pharma. Un bon nombre d'actionnaires ont quitté les entreprises pharmaceutiques.

Capitalisation boursière : <http://pharmanalyses.fr/big-pharma-1-000-milliards-de-dollars-de-pertes-sur-la-derniere-decennie/>

En fait, la majorité reste car les barrières à l'entrée dans les autres domaines sont finalement grosses, et on a peu de visibilité.

AS : Pouvez m'expliquer comment une entreprise finance une acquisition?

JM : Le financement se fait soit sur **fond propre**, soit en faisant appel au marché de la **dette**. En effet le coût de la dette (emprunts) est souvent moins cher que l'**Equity** (autres actionnaires qui entrent au capital, exigent de gros rendements) qui est aussi une alternative, et les intérêts sont déduits. On parle d'**autofinancement** quand on fait appel à sa trésorerie.

Il existe aussi un autre moyen, qui consiste à échanger ses titres boursiers. En fonction de l'accès qu'on a au marché de la dette. Ce sont souvent les sociétés qui considèrent que leur cours est survalorisé et y voient donc un grand intérêt (on parle de l'entreprise qui achète là).

Le cas connu de AOL – Time Warner : AOL, entreprise de la bulle internet dans les années 2000, rachète 30 fois plus gros qu'elle, en proposant un échange d'action (la société était très fortement survalorisée en bourse). Le cours s'est ensuite effondré, on peut dire que AOL a gagné son pari. En revanche les actionnaires de Time Warner ont perdu leur argent subitement.

Actuellement par exemple que Celgene est survalorisé (capitalisation : 61 milliards de \$ Octobre 2013, pour un CA de 5,5 milliards \$), comparé à Novonordisk (68 milliards €, Octobre 2013 pour un CA de 13,5 milliards \$). Ils ont à peu près la même capitalisation pour un CA plus de 2 fois supérieur pour Novonordisk. Celgene pourrait donc bénéficier de cet avantage pour faire un achat par échange de titres

AS : Comment concrètement crée-t-on de la valeur financière avec une fusion?

JM : Comme on l'a vu, la valeur d'une entreprise cible correspond à l'EV (entreprise value) standalone (=la valeur d'une entreprise sans la prise en compte des synergies futures) + la valeur des synergies. L'acheteur doit payer une partie des synergies quand il achète. La création de valeur correspond aux synergies créées, mais surtout si l'acheteur paie un prix inférieur à l'EV + synergies.

AS : Quel est le rôle des banques d'affaires lors des opérations de M&A?

JM : La société qui achète fera une comparaison des valorisations entre différentes banques d'affaires. Et ces banques participent en effet à la multiplication des fusions, car leur rémunération dépend des deals, elles conseillent donc les entreprises en leur proposant des deals stratégiques.

AS : On ne détaillera pas les méthodes de valorisation utilisées, que je détail dans mon mémoire, mais quel en est la ligne directrice ?

JM : La valorisation classique c'est l'Equity value = shareholder value

La formule théorique est :

Entreprise value = equity value + net debt + preferred stock (spéciale part d'action) + minority interest (parts minoritaires détenues par d'autres) + unfunded pension liabilities (l'entreprise qui paie les salaires) – associated (investment in unconsolidated entities).

Liabilities=passif, dette

AS : Comment selon vous évalue-t-on un bon deal ?

JM : Si le prix vaut le bon prix, que la société crée de la valeur, que les synergies fonctionnent comme prévue, grâce à de bonnes analyses, on peut dire que c'est un bon deal !

AS : Quels sont les motifs d'échecs majeurs ? On parle souvent d'une évaluation trop élevée du bon prix, de grosses entreprises qui se diversifient trop, ou qu'une entreprise trop grosse devient incontrôlable...

JM : Pour ce qui est des grosses entreprises, finalement c'est plutôt un avantage, les faits nous montrent que ces entreprises pharma sont aussi les plus profitables donc il y a des avantages.

Le prix est en effet un motif important d'échec, ainsi qu'une mauvaise intégration, quand les synergies ne sont pas réalisées.

AS : Passons aux entreprises pharmaceutiques de petite taille non cotées comme Norgine, ont-elles selon vous les mêmes intérêts à réaliser des opérations de M&A?

JM : Stratégiquement, elles ont exactement le même intérêt, car ces opérations créent de la valeur. Après ces entreprises ne sont pas scrutées par les analystes financiers, elles ont moins de pression sur leurs résultats, il y a donc une petite différence (pas de pression qu'en au cours de bourse).

AS : Et y-a-t-il une différence entre une petite entreprise cotée et une big pharma cotée ?

JM : Il n'y a pas vraiment de différence de par la spécificité du marché pharmaceutique. Chaque produit sur le marché, notamment aux US, si il est validé par les essais cliniques, devient un très gros produit d'un coup car le marché pharmaceutique est quasiment toujours mondial. Le marché du médicament est donc un gros business.

Mais la capitalisation boursière est assez faible pendant les phases de développement, pour une nouvelle « biotech » qui lance un produit, et dès que le produit est sur le marché, la valeur dépasse souvent 1 milliard de dollars, alors que sa capitalisation était seulement de 50 - 200 millions de dollars. Cet apport d'argent démultiplie les actions possibles, et donc une petite entreprise, avec un faible CA, nouvellement cotée, pourra se lancer dans des opérations de M&A.

Pour une petite « biotech » qui perd du cash, le M&A peut être aussi motivé pour limiter la perte, et se relancer.

AS : Comment se répartit ce marché des achats ?

JM : Les grosses boîtes, les «Big pharmas», investissent dans des nouvelles biotechs déjà assez importantes et sûres, à part quelques exceptions. On a donc une répartition avec les «Big pharmas» : 20 grosses boîtes au-dessus de 10-20 milliards de \$ de CA, pas grand-chose au milieu (une 30émes de targets), et 2000 boîtes à 200 millions de \$ aux US. Voir le classement des «Big pharmas».

<http://www.currentpartnering.com/insight/top-50-pharma/>

AS : Pourquoi est-il plus difficile pour les petites boîtes de réaliser des opérations de fusions-acquisitions ?

JM : Une boîte familiale a du mal à lever de l'argent pour une question de non dilution du capital, et n'utilise que de la dette (ce n'est bien sûr pas tout le temps vrai), donc le pouvoir est limité. Certaines ont décidé d'entrer en bourse: c'est seulement un moyen de lever du capital.

AS : Quel pourrait être l'intérêt pour Norgine de réaliser des fusions-acquisitions?

JM : Norgine est une petite société qui doit réaliser des achats en bon père de famille ! Elle n'a pas assez de ressources pour acheter des « biotechs » prometteuses, et les cibles à sa portée sont peu nombreuses. Les concurrents de même taille sont nombreux, ciblent nos mêmes targets, et les prix sont donc élevés. Il y a plus d'acheteurs potentiels que de cibles. Les sociétés à notre portée sur le marché sont soit là depuis longtemps, intéressent donc peu de monde, ou soit viennent juste de se lancer et nous ne les avons pas encore repéré.

AS : Quelle est la marge de manœuvre d'une entreprise comme Norgine ?

JM : Les opportunités intermédiaires sont assez faibles en nombre et celles qui sont présentes nous feraient parier la maison ! Aussi, on peut prendre des risques en fonction de notre taux de rentabilité, la période actuelle étant plus difficile, on prend moins de risque.

AS : Avez-vous des exemples de labos de même taille ? Quelle est leur stratégie ?

JM : Il y a en a un grand nombre en Europe, et ils ont le même problème.

AS : Prenons l'exemple d'IPSEN en France, c'était un petit laboratoire non coté, qui arrive petit à petit à se faire une place parmi les grands, pourquoi Norgine ne peut pas suivre la même stratégie ?

JM : La comparaison à IPSEN est difficile, Ipsen a multiplié les accords de licence pendant 15 ans, avec des boites japonaises, bénéficiant de produits qui ont bien marché et assez profitables. Et Ipsen était focalisé seulement sur le marché français et a eu la chance de licencier des produits importants. L'entreprise est certes cotée mais la famille Beaufour, fondatrice, détient encore quasiment 70% du capital (68% selon le magazine Challenge).

AS : Norgine préfère donc réaliser des partenariats et des alliances, mais a quand même 2 deals au compteur, que pouvez m'en dire ?

JM : Nous avons réalisé une « joint-venture » avec Spepharm en 2012. C'est une structure intermédiaire qui permet aux actionnaires de Spepharm de rester au contrôle. On maintient un alignement entre les intérêts de l'acheteur et du vendeur, et celui-ci reste investi. Ce n'est pas une acquisition, mais cela permet à Norgine de gérer totalement leurs produits. A terme, ce devrait être entièrement intégré dans Norgine. La structure comporte les mêmes risques qu'une opération de M&A.

En revanche je n'ai pas d'information sur Alizyme, je n'étais pas encore là en 2009.

AS : Je vous remercie Julien pour toutes ces réponses complètes.

Je peux donc conclure en disant que les acquisitions pour les « Big pharma » se multiplient, car **la vitesse** est essentielle pour les marchés et « **l'apprentissage** », surtout depuis quelques années, est très long. Cette particularité du marché pharmaceutique est due à sa technologie de pointe

On assiste donc à une concentration du marché pharmaceutique.

Antoine de Sagey

RÉSUMÉ

Depuis quelques années, la pression économique et la crise de l'innovation dans l'industrie pharmaceutique sont corrélées à une explosion du nombre de fusions-acquisitions et de leurs valeurs. Dans les différentes stratégies de croissance d'une entreprise, ces opérations sont privilégiées et ont permis l'installation de géants de la pharmacie tels que Sanofi ou GlaxoSmithKline. Si parfois elles sont un gouffre financier, les grands laboratoires actuels sont finalement le résultat de ces opérations de fusions-acquisitions. Les motivations sont diverses et sont souvent poussées par la pression des grands actionnaires financiers. Mais des stratégies comme les collaborations entre laboratoires ou les acquisitions financées selon la réussite des phases de développement d'un produit se développent pour partager le risque financier.

Les laboratoires de petite taille, non cotés en bourse et avec un chiffre d'affaires inférieur à 500 millions d'euros ne peuvent pas rentrer dans la course à l'achat des entreprises de biotechnologies très convoitées. Ils mettent alors en place de nombreuses stratégies de collaboration. Ils établissent des accords de licence et des co-développements pour accéder à des revenus en prenant moins de risque que ne leur ferait prendre l'acquisition complète d'une cible. Ces petits laboratoires ne réalisent pratiquement pas d'acquisitions et prennent peu de risques. Pour combler la pauvreté du pipeline, une entreprise comme Norgine met en place des accords de licence et attend d'avoir assez de ressources financières pour pouvoir réaliser une acquisition conséquente.

TITLE AND EXECUTIVE SUMMARY

“The Mergers and acquisitions in the pharmaceutical industry, a growth and creative value's tool? The Norgine case”

The economic pressure and innovation crisis since a few years is correlated to the explosion of the number and value of mergers and acquisitions activities. These operations, within others growth strategies, has allowed the establishment of current pharmaceutical giants such as Sanofi or GlaxoSmithKline, that have step up or combine with competitors. Sometimes cost overruns, the biggest pharmaceutical companies are finally the result of these mergers and acquisitions activities. Motivations are diverse but most often the decision is taken under shareholders' pressure. More and more, these operations must be compared with other actions, as partnerships between laboratories or acquisitions financed in several stages during the development phases of a product, to share the financial risk.

Smaller laboratories that are not listed on the stock market and have a turnover less than 500 million euro cannot compete in the running purchase of « biotechs ». They set up then numerous strategies of partnerships. They establish licensing agreements and co-developments to reach income by taking less risk than would make them set the complete acquisition of a target, and in the objective to have one day sufficient resources to buy an innovative and promising start-up. These small laboratories rarely do acquisitions and take fewer risks. To fill in their pipeline poverty, a company like Norgine sets up licensing agreements and waits to have the adequate financial resources to be able to realize a substantial acquisition.

DISCIPLINE Economie de la santé, marketing

MOTS-CLÉS Fusions-acquisitions ; laboratoires pharmaceutiques ; stratégie ; croissance ; actionnaires ; innovation ; collaboration ; biotechnologie ; Norgine

LABORATOIRE DE DROIT ET ÉCONOMIE PHARMACEUTIQUES – UFR DE PHARMACIE –
UNIVERSITÉ DE BORDEAUX