

# Les offres publiques d'acquisition :

## l'exemple de l'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis

par [Karine Chakir](#), Economiste

L'offre publique mixte, dite « hostile », de Sanofi-Synthélabo sur Aventis nous amène à nous interroger sur les motivations et le fonctionnement d'une OPA (Offre Publique d'Achat) et d'une OPE (Offre Publique d'Echange). Nous verrons les moyens réglementaires et les stratégies à la disposition de l'entreprise visée (Aventis, première firme pharmaceutique française) pour contrecarrer l'offre de la firme initiatrice (Sanofi-Synthélabo, seconde firme française de ce secteur).

### I – OPA et OPE : définition, motivation, déroulement et stratégies de riposte

#### A – Définitions et historique

L'OPA et l'OPE sont des **offres publiques d'acquisition volontaires**, initiées spontanément par une firme. L'offre est qualifiée de **publique** car l'entreprise qui attaque en informe publiquement les détenteurs des titres de l'entreprise visée. L'information, puis l'échange et/ou l'achat, se font sur les marchés boursiers, avec l'autorisation de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Le caractère **volontaire** de cette offre ne signifie par qu'elle soit forcément acceptée par les deux parties ! Si elle est acceptée, il s'agit d'une offre publique concertée ou sollicitée. Mais, dans cet article, en nous appuyant sur l'exemple de l'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis, nous nous intéresserons aux offres non sollicitées ou inamicales.

L'offre d'acquisition peut se réaliser par le paiement en espèces dans le cas d'une OPA ou par la remise de titres (de capital ou de créances) pour l'OPE. L'**OPA** consiste donc à proposer aux actionnaires d'une société cotée d'acquérir leurs titres pendant une période donnée et à un prix fixé, versé en espèces. L'**OPE** consiste à proposer aux actionnaires d'une société cible d'échanger leurs titres contre des titres de la société initiatrice. Le plus souvent, l'offre publique combine OPA et OPE : c'est une offre **mixte** d'acquisition. Dans ce cas, une offre subsidiaire s'ajoute à l'offre principale.

Les offres publiques d'acquisition sont anciennes dans les pays anglo-saxons. En France, la première OPA fut celle de BSN sur Saint-Gobain en décembre 1968. Il

fallut attendre la seconde moitié des années 80 pour que se généralisent, avec les privatisations, les OPA et OPE. Avec l'internationalisation croissante de l'économie française et la globalisation des marchés, les offres publiques d'acquisition ont réellement pris leur envol au cours des années 90.

## **B – Motivations, intérêts et limites des OPA et OPE**

L'offre publique est l'outil privilégié des **restructurations** du tissu industriel et des **fusions**. Pour l'entreprise qui initie cette offre, la motivation est liée à sa stratégie industrielle de développement rapide de nouvelles activités et/ou compétences, de conquête de nouveaux marchés ou d'absorption de concurrents dans le but d'atteindre une taille critique et de développer des synergies avec l'entreprise ainsi acquise.

La taille critique et les synergies peuvent être atteintes par les économies d'échelle (réduction des coûts de production d'un même bien), les économies d'envergure (réduction des coûts de production entre les biens d'une même gamme) et les synergies organisationnelles (qui peuvent passer par des licenciements).

Les motivations peuvent aussi être purement financières, dans le cas d'une acquisition d'une société pour la revendre par branche d'activité (démantèlement).

L'OPA suppose une **dépense** pour la firme qui attaque, contrairement à l'OPE. L'OPA est donc onéreuse pour la firme initiatrice : elle doit s'endetter immédiatement alors que les synergies escomptées peuvent tarder à apparaître. Pour que l'OPA aboutisse assurément, cette firme doit proposer un prix nettement supérieur à la valeur du titre de la firme visée. La différence entre ces deux valeurs s'appelle la **prime**. L'OPA est avantageuse pour les actionnaires de la société cible, qui arbitrent entre la valeur de leur titre, qui s'élèvera forcément après l'annonce de l'OPA, et le prix proposé.

Estimer les intérêts et limites des OPE pour les actionnaires est plus complexe. Ceux-ci doivent évaluer les performances actuelles et futures des deux firmes concernées afin de juger s'il est préférable de conserver les titres de l'entreprise visée ou les échanger contre ceux de la firme qui propose cette OPE. Malgré les informations fournies par les instances de régulation, le choix est brouillé par les campagnes d'information plus ou moins objectives des sociétés concernées.

## **C – Déroulement d'une offre publique d'acquisition**

Les offres publiques sont réglementées en France par l'AMF, qui fixe les règles et garantit le bon déroulement des offres. Elle contrôle l'information diffusée aux actionnaires de la société visée et l'information donnée au public.

Une entreprise qui initie une offre dépose un dossier auprès de l'AMF qui étudiera la recevabilité de cette offre. Dès le dépôt du projet de l'offre, l'AMF demandera la suspension de cotation des titres visés. La cotation pourra reprendre, uniquement sur ordre de l'AMF, à la recevabilité de l'offre, à son ouverture ou dès que la société initiatrice aura informé le marché de ses motivations. Si l'offre est acceptée, l'AMF rédige une note et accorde son visa. A partir de l'émission de cette note, 25 à 35 jours de bourse se dérouleront, au cours desquels les titres s'achètent et/ou s'échangent. Si, à la suite de l'OPA, un actionnaire détient au moins 95% des droits de vote de la société, la radiation de la cote de la société cible peut être envisagée après avoir racheté (pendant une durée et à un prix déterminés) les titres non présentés à l'OPA et/ou l'OPE.

Pendant la période de l'offre, les dirigeants des sociétés concernées doivent, normalement, limiter leurs déclarations à ce qui est nécessaire. Nous verrons que ce principe est rarement respecté dans le cas d'une offre hostile, chaque dirigeant utilisant la presse pour tenter d'influencer les actionnaires !

Avec la globalisation des marchés financiers, le contrôle est plus difficile. L'entreprise est cotée sur plusieurs places et l'intervention des instances supranationales (européennes, par exemple) peut s'ajouter aux instances nationales. Les autorités de contrôle de la concurrence sont aussi sollicitées.

Si l'offre publique est hostile, l'entreprise ciblée dispose de nombreux moyens pour se défendre, parmi lesquels des moyens réglementaires, qui prolongeront ainsi le déroulement de la procédure de l'offre.

## **D – Moyens et stratégies à la disposition de l'entreprise visée**

Jean-Jacques Daigre, professeur agrégé à l'université de Paris I, évoque, dans son livre *Les offres publiques en bourse (2002)*, **3 moyens juridiques** pour éviter aux entreprises les OPA et/ou OPE :

- l'entreprise peut se constituer en holding, c'est-à-dire regrouper le pouvoir dans une structure non cotée, ne pouvant donc pas faire l'objet d'une offre publique d'acquisition ;
- l'entreprise peut s'implanter dans un pays où le système juridique rend l'OPA pratiquement impossible, comme aux Pays-Bas ;
- l'entreprise peut aussi obtenir l'accord d'un allié et développer des participations croisées avant qu'une OPA ne soit envisagée.

Mais, une fois l'offre d'acquisition entamée et rendue publique, il est intéressant d'étudier les stratégies possibles pour l'entreprise visée. Ces stratégies dépendent de son comportement face à la fusion probable.

Soit l'entreprise visée accepte l'idée de fusion avec cette firme mais souhaiterait la maîtriser. Dans ce cas, elle peut utiliser la technique du « **pac-man** » en développant une contre-offre, conformément au principe selon lequel la meilleure défense est l'attaque ! Cette stratégie est difficile à mener quand l'attaque initiale constitue une réelle surprise. Elle suppose des moyens financiers et une certaine envergure industrielle. Elle est périlleuse en cas d'échec de la contre-proposition, la firme ne pouvant qu'accepter la fusion.

Soit l'entreprise visée accepte l'idée d'une fusion, mais avec une autre firme. Elle doit alors chercher un « **chevalier blanc** », c'est-à-dire un partenaire qui proposera une offre plus intéressante, transformant l'offre hostile en offre amicale. Cette stratégie est un peu risquée. Choisie par la firme visée, cette société tierce peut exiger de fortes compensations, voire s'allier avec l'agresseur !

Le troisième comportement serait le refus par l'entreprise visée de l'idée d'une fusion. S'ouvre alors un éventail de possibilités pouvant combiner le rachat de ses propres actions, la cession des activités les moins stratégiques (**spin-off**), ou le recours réglementaire afin de **gagner du temps**. Comme pour le lobbying dans la définition de normes ou de lois, le temps est l'allié de l'entreprise visée qui peut développer ses arguments en vue de décourager ses actionnaires de vendre et/ou échanger ses titres contre ceux de la firme qui attaque.

Comme nous allons le voir dans la partie suivante, la bataille en cours entre Sanofi-Synthélabo (l'initiatrice) et Aventis (la firme visée) illustre parfaitement les diverses stratégies employées dans les offres publiques modernes.

## **A – Objectif : construire le 3<sup>ème</sup> groupe pharmaceutique mondial**

Le 3 janvier 2004, Sanofi-Synthélabo transmet confidentiellement un projet à la Commission Européenne pour évaluer les éventuels problèmes concurrentiels d'une offre sur Aventis. Le 16 janvier, la rumeur d'une fusion s'étend. Le 26 janvier, Sanofi-Synthélabo annonce officiellement aux actionnaires d'Aventis une Offre Publique Mixte, qui combine OPE à 81% et OPA à 19%. L'offre porte sur 47,8 milliards d'euros.

La proposition se décompose précisément en une offre mixte principale (5 actions Sanofi-Synthélabo et 69€ contre 6 actions Aventis), une offre d'échange subsidiaire (35 actions Sanofi-Synthélabo à émettre contre 34 actions Aventis) et une offre d'achat subsidiaire (60,43€ l'action Aventis).

Cette offre publique pourrait étonner *a priori*, la firme visée ayant le double de chiffre d'affaires (14,7 milliards d'euros en 2003, contre 6,89 pour Sanofi-Synthélabo) ou le double d'effectifs (70 700 personnes contre 32 500) de la firme initiatrice, en dépit d'une valeur boursière comparable.

Si on étudie plus en détail la situation de Sanofi-Synthélabo, son projet est tout à fait logique. Ce groupe est né en 1999 du rapprochement entre Sanofi (détenu par Elf, dénationalisé en 1994 et racheté par Total en 1999), et Synthélabo (filiale de L'Oréal). Pour information, Total détient 24,4% des actions et 34,8% des droits de vote de Sanofi-Synthélabo, alors que L'Oréal ne détient que 19,5% des actions et 27,9% des droits de vote. En novembre 2003, Total et L'Oréal annoncent que leur alliance prendra fin en décembre 2004. Non protégée par son « pacte d'actionnaires » particulier, Sanofi-Synthélabo sera alors très exposée au risque d'OPA/OPE. Le second groupe français pharmaceutique (au 14<sup>ème</sup> rang mondial) prend donc les devants et attaque Aventis, le premier groupe français pharmaceutique (au 7<sup>ème</sup> rang mondial).

Aventis est issue du regroupement en 1999 de Rhône-Poulenc (un autre « champion national », privatisé en 1993 !) avec l'allemand Hoescht. Le principal actionnaire d'Aventis est KPC (Kuwait Petroleum Corporation, détenant 13,5% des titres), mais

le reste du capital est très dispersé entre les Etats-Unis (21,5%), la France (21,5%), et le Royaume Uni (13,5%) ...

La fusion permettrait de constituer le 3<sup>ème</sup> groupe pharmaceutique mondial, essentiellement français. Le 3 février, l'AMF juge l'offre publique recevable. Elle accepte que l'offre se termine à la même date dans les 3 pays où le groupe Aventis est coté : Etats-Unis, Allemagne et France. Le 13 février, l'AMF accorde son visa.

Mais Aventis ne souhaite pas cette fusion, en tous cas pas dans ces conditions.

## **B – Le recours d'Aventis auprès de l'AMF**

Aventis ne peut pas utiliser la stratégie du « pac-man » en lançant une OPA/OPE sur Sanofi-Synthélabo. Ce serait cautionner la fusion et, simplement, impossible car le capital de Sanofi-Synthélabo est verrouillé par Total et L'Oréal jusqu'en décembre 2004.

Aventis décide donc de déposer un double recours en justice pour s'opposer à l'offre de Sanofi-Synthélabo : contre la recevabilité du 3 février, d'une part et contre le visa du 13 février, d'autre part. Le 17 février, s'ouvre officiellement l'offre publique hostile.

Peu de sociétés ayant déposé un recours juridique auprès les autorités financières ont obtenu gain de cause. Néanmoins, le groupe Aventis fait cela pour gagner du temps (3 mois) et mieux organiser sa défense. En exposant ses arguments contre l'offre de Sanofi-Synthélabo, Aventis espère influencer l'opinion de ses actionnaires et laisser fluctuer le cours de ses titres de façon à rendre l'offre peu attractive.

Ainsi, Aventis développe 4 arguments principaux contre l'offre de Sanofi-Synthélabo :

- **La faiblesse de la prime** qui était de 15% sur les 3 derniers mois avant l'offre publique. Depuis l'annonce de l'offre publique, le cours du titre d'Aventis s'est accru alors que celui de Sanofi-Synthélabo s'est affaibli, les investisseurs anticipant une surenchère sur l'offre de ce dernier. De ce fait, la prime, déjà jugée faible initialement, n'était que de 11% le jour du dépôt du recours.
- **L'offre est conditionnée à l'autorisation de la FTC** (Federal Trade Commission). En effet, le feu vert de l'autorité américaine de la concurrence est un pré-requis négligé par Sanofi-Synthélabo, qui n'avait pas déposé sa demande début mars (mais l'a fait depuis).

- **Le principe d'égalité des actionnaires n'est pas respecté.** L'offre de Sanofi-Synthélabo ne prend pas en compte les 250 000 Bons de Souscription d'Actions (BSA) émis par Aventis en 2002 et 2003 au bénéfice de ses salariés allemands, qui ne pourront pas s'exercer avant 5 ans.
- **L'effet Plavix n'est pas évalué.** Plus précisément, Aventis s'oppose à ce que ses actionnaires soient payés avec des titres menacés de s'affaiblir dans le cas où Aventis perdrait son procès américain contre les brevets de son produit phare, le Plavix. Ce procès est intenté par le canadien Apotec désireux de proposer au plus vite une version générique de ce produit.

Sur ce dernier point, la bataille entre Aventis et Sanofi-Synthélabo s'intensifie. Le 23 février, Aventis dépose un recours contre le visa de l'AMF, qui ne donnerait pas suffisamment d'information chiffrée en cas de perte de ce brevet. Evidemment, les estimations d'Aventis et Sanofi-Synthélabo divergent. Aventis dit que le Plavix représente 30% des ventes de Sanofi-Synthélabo et que, en cas d'abandon du brevet, le titre baisserait de 34%. L'estimation de Sanofi-Synthélabo est égale à 18% des ventes et mise sur une baisse du titre de 12%.

Le 1<sup>er</sup> mars, la Cour d'Appel de Paris a fixé au 6 mai l'examen des deux recours. L'arrêt sera prononcé fin mai. La clôture de l'appel se fera 8 jours de bourse après la publication. L'affaire durera donc jusque début juin !

### **C – Les autres stratégies d'Aventis : rachat d'actions, spin-off ... et chevalier blanc ?**

Le groupe Aventis mise sur ce délai pour convaincre ses actionnaires que son avenir est prometteur, seul. Le groupe présente ses bons résultats de 2003 : une hausse de son chiffre d'affaires de 8% (8 milliards d'euros), une dépense de R&D conséquente (3,1 milliards d'euros) et un bénéfice net par action qui devrait augmenter de 22%.

Aventis propose une solution aux actionnaires en manque de liquidités en annonçant intensifier le **rachat de ses propres actions**. Dans ce but, il devrait dépenser 2 à 3 milliards d'euros en 2004, ce qui élèvera automatiquement le bénéfice net par action ! Malheureusement, cette stratégie ne manquera pas d'accroître la dette d'Aventis (4 milliards d'euros en 2003).

L'autre stratégie employée par Aventis est la cession de ses produits non stratégiques ou **spin-off**. L'offre publique n'a pas impulsé mais a accéléré cette démarche, entamée en octobre 2003. Aventis a ainsi créé, avec le groupe américain Blackstone, la société Aurora (détenue à 49% par Aventis) qui possède les produits « en queue de portefeuille », représentant néanmoins un chiffre d'affaires de 1,5 milliard d'euros en 2003. L'objectif du spin-off est d'améliorer la rentabilité d'Aventis afin d'élever son cours de bourse et de démontrer que l'offre de Sanofi-Synthélabo est insuffisante.

En parallèle, Aventis n'exclut pas de trouver un chevalier blanc, par exemple **Novartis**, si le gouvernement français ne s'y oppose pas.

Ne parvenant pas à trouver un accord avec son compatriote Roche, l'helvète Novartis, après avoir réfuté cette idée, annonce le 12 mars envisager sérieusement un accord avec Aventis. Novartis est née en 1996 du rapprochement entre Ciba-Geigy et Sandoz. La situation n'est pas figée mais, au 15 mars, Novartis, 5<sup>ème</sup> groupe pharmaceutique mondial avec un chiffre d'affaires de 25 milliards USD et un résultat net de 5 milliards USD, annonce pouvoir relever le prix de l'offre initiale.

Ainsi regroupés, Novartis et Aventis pourraient constituer le second groupe mondial pharmaceutique, disposant d'une bonne présence aux Etats-Unis, avec une part de marché mondial de 8%, juste derrière Pfizer détenant 11% du marché.

La proposition de Novartis fut jugée crédible, puisque le cours d'Aventis a progressé de 4,8% le 12 mars (jour de son annonce), atteignant son plus haut (65€), alors que le cours de Sanofi-Synthélabo s'affaiblissait. Le 18 mars, le cours d'Aventis se retrouvait 8% au-dessus de l'offre initiale de Sanofi-Synthélabo.

Du 16 janvier, jour de la naissance de la rumeur, au 18 mars, la cote d'Aventis s'est élevée de 15,6% grimant de 53,7€ à 62,1€ alors que celle de Sanofi-Synthélabo s'affaiblissait de 7,6%, baissant de 59,6 à 55,05€, avec un plus haut à 62,05€ le 21 janvier.

Conformément à l'article 151-3 du Code Monétaire et Financier, le ministre de l'Economie peut bloquer un investissement ne venant pas de l'Union Européenne et concernant le secteur stratégique qu'est celui de la santé. Malgré les signes encourageants du marché, le suisse Novartis pourrait donc se retirer afin d'éviter le conflit politique.

Les éléments sont réunis pour inciter Sanofi-Synthélabo à réévaluer son offre !

## **D – Enseignement et conclusion**

Une des leçons à tirer des OPA/OPE hostiles est l'incitation des firmes à **dévoiler leurs stratégies**. La firme initiatrice fournit plus d'informations pour encourager les actionnaires de l'entreprise visée à vendre ou échanger leurs titres. La firme visée dévoile sa stratégie pour prouver qu'elle peut se développer seule.

La société qui a initié l'offre publique a intégré le coût du crédit pour la partie en espèces, estimé à 12 milliards d'euros dans le cas étudié. En revanche, avant la fin de l'offre, elle ne connaît pas réellement le coût total de cette opération dans le cas où une firme tierce (Novartis ?) l'incitait à reformuler sa proposition pour la rendre plus attractive. Elle doit arbitrer entre la valeur de sa surenchère et la perte de la valorisation boursière.