

Centre de documentation

SEP 5 1992

Sciences économiques

Université de Montréal

**Étude d'un cas de prise de contrôle hostile
Connaught - Institut Mérieux**

par

Nayla Béchir

Département de sciences économiques

Faculté des arts et des sciences

Rapport de recherche
présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de
Maître ès sciences (M.Sc.)
en sciences économiques
option "Analyse de projets et finance"

Août 1992

© Nayla Béchir, 1992

SOMMAIRE

Dans ce rapport, nous analysons un cas de prise de contrôle hostile, ses causes et ses conséquences. Notre étude confirme les résultats trouvés pour d'autres acquisitions impliquant une firme canadienne (Patry & Poitevin, 1991). L'achat de Connaught par Mérieux est un cas classique d'acquisition stratégique: l'Institut Mérieux, une entreprise française cherchant à s'implanter sur le marché nord américain achète Connaught, une compagnie canadienne devenue trop petite pour rivaliser avec les géants mondiaux. Les deux firmes opèrent dans le même domaine; la recherche pharmaceutique et plus précisément le développement de vaccins. La méthode utilisée pour calculer la prime payée par Mérieux est celle que Bhagat, Shleifer & Vishny utilisent dans leur étude sur les prises de contrôle hostiles aux États-Unis.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE.	ii
TABLE DES MATIÈRES.	iii
LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES	iv
REMERCIEMENTS.	v
INTRODUCTION. . . . .	.1
CHAPITRE I: Les aspects théoriques d'une prise de contrôle. . . . .	.3
I.1 Les différentes prises de contrôle . . . . .	.3
I.2 Les causes d'une prise de contrôle . . . . .	.5
I.3 Les tactiques de défense . . . . .	.7
I.4 Les moyens de financement . . . . .	.9
I.5 Les sources de gains . . . . .	.11
CHAPITRE II: La prise de contrôle de Connaught par Mérieux . . . . .	.13
II.1 La présentation des firmes impliquées . . . . .	.13
II.2 Le résumé de la prise de contrôle . . . . .	.17
II.3 Le calcul de la prime . . . . .	.21
II.4 Les fluctuations du prix des actions de Connaught . . . . .	.24
II.5 La comparaison du cas avec la théorie . . . . .	.26
CONCLUSION . . . . .	.29
BIBLIOGRAPHIE . . . . .	.30
ANNEXE A: Le calcul de la prime . . . . .	.33
ANNEXE B: La chronologie de la prise de contrôle . . . . .	.35
ANNEXE C: Les fluctuations de l'action de Connaught . . . . .	.49

LISTE DES TABLEAUX ET FIGURES

TABLEAU I:	Comparaison de Mérieux et Connaught en 1988	16
FIGURE I:	Fluctuations du prix de l'action de Connaught	49

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma reconnaissance la plus vive à M. Michel Poitevin, dont l'encadrement attentif et les précieux conseils ont permis de mener à terme ce rapport de recherche.

INTRODUCTION

À l'instar des États-Unis, le Canada connaît une période fébrile de fusions et d'acquisitions. En effet, les OPA (Offre Publique d'Achat) ont fortement augmenté dans les années 80, d'où l'intérêt croissant porté à ce sujet, notamment par les économistes. Ces événements créent des bouleversements importants dans le milieu financier; les marchés, la structure des industries et la concurrence sont fortement affectés.

Certains facteurs sont venus accélérer ces acquisitions: d'une part, certaines restrictions légales sur les fusions sont moins sévères, ce qui facilite le processus; d'autre part, la dérèglementation de certains secteurs industriels, comme l'énergie, le transport ou la télédiffusion, peut encourager les OPA. De plus, le progrès de certaines techniques financières, comme les "junk bonds"¹, par exemple, a été un facteur non négligeable dans l'accélération de l'activité des fusions et acquisitions. Les "junk bonds" sont des "obligations pourries", émises par le prédateur avant même

¹En anglais, le vocabulaire décrivant les prises de contrôle est très élaboré alors que les traductions en français sont beaucoup moins précises, c'est pourquoi tous les termes ne seront pas traduits.

l'acquisition finale de sa cible et de plus, elles sont garanties par les actifs de cette dernière. Bien sûr, en cas d'échec de la tentative de prise de contrôle, elles ne peuvent être remboursées. Cette technique très dangereuse a donné lieu à des prises de contrôle spectaculaires et souvent impossibles sans cette manoeuvre.

Dans une première partie on introduira brièvement les aspects théoriques d'une prise de contrôle, en présentant les différentes sortes de prises de contrôle, les raisons qui engendrent une OPA, les tactiques de défense utilisées quand cette dernière est hostile, les moyens de financements utilisés par le prédateur, et les sources de gain potentiel pour les deux firmes. Dans une deuxième partie, c'est le cas de la prise de contrôle de Connaught par l'Institut Mérieux qui sera présenté sous son aspect pratique.

CHAPITRE I

LES ASPECTS THÉORIQUES D'UNE PRISE DE CONTRÔLE

Dans ce chapitre, nous exposons les prises de contrôle en général. Il est important de distinguer les différentes formes que peut prendre une acquisition, ses causes et surtout les effets qu'elle peut avoir sur les entreprises impliquées (meilleure gestion ou pas) ou même l'industrie touchée (pouvoir monopolistique accru ou au contraire une plus grande concurrence).

I.1 LES DIFFÉRENTES PRISES DE CONTRÔLE

Bien sûr, il existe différentes formes de prise de contrôle (Copeland & Weston, 1988): elles peuvent être hostiles ou amicales. Les premières sont celles où la firme cible s'oppose dès le début à l'offre que lui fait le prédateur et essaie par des tactiques de défense, de plus en plus sophistiquées, d'empêcher la prise de contrôle. Dans ce cas d'autres firmes peuvent intervenir ce qui peut faire augmenter considérablement la prime payée par la firme acquéreuse. Les secondes sont le

résultat d'un accord préalable entre le prédateur et la cible.

Une prise de contrôle peut aboutir à différents résultats. D'abord, le statut des deux firmes peut rester inchangé, les deux firmes gardent donc leur nom et leurs activités initiales, la seule différence étant que l'une détient la majorité des actions votantes de l'autre et peut ainsi en contrôler l'activité. Une autre situation est celle où l'acheteur revend une partie de la cible pour ne garder que ce qui l'intéresse, il fait alors ce que l'on appelle des "spinoffs". La troisième possibilité est que les deux entités fusionnent et se confondent en une seule firme; dans ce cas il est difficile d'analyser les gains de chaque firme parce qu'on ne peut séparer ni leurs résultats financiers ni leurs champs d'activité. En général, dans une fusion, les firmes perdent leur identité et peuvent même changer de nom. Mais il arrive aussi que la firme résultant de la fusion conserve le nom de la firme acquéreuse.

Bien que ces situations soient assez différentes, il est possible de constater une combinaison entre elles. En effet, une firme peut malgré une fusion se débarrasser d'une partie de la cible.

I.2 LES CAUSES D'UNE PRISE DE CONTRÔLE

Certains économistes pensent qu'une prise de contrôle joue un rôle important sur le marché du contrôle corporatif des firmes. En d'autres termes, une prise de contrôle serait un moyen de mettre les gestionnaires en concurrence². Si une firme est mal gérée, elle pourrait donc être sous-évaluée par le marché financier, ce qui pousserait un prédateur à vouloir l'acheter et la gérer de façon à ce qu'elle soit estimée à sa vraie valeur. Bien sûr, d'autres raisons peuvent pousser une firme à vouloir prendre le contrôle d'une autre firme.

Parmi celles-ci, on retrouve les économies d'échelle et les synergies. Deux firmes peuvent avoir des avantages financiers non négligeables en fusionnant. Ceci est le cas quand les deux entreprises opèrent dans le même champ d'activités. En effet, ces firmes peuvent alors être administrées par une seule direction, ceci permettant de réduire les frais fixes et donc de faire des économies d'échelle. Il existe bien sûr de nombreux exemples d'économies d'échelle, cependant il y a beaucoup d'autres éléments à prendre en compte, comme le pouvoir de

²Grossman & Hart, 1980.

monopole ou la taille optimale à conserver.

Les avantages fiscaux sont aussi une cause importante de prise de contrôle; en effet, une firme ayant fait beaucoup de profits peut bénéficier des crédits d'impôts d'une firme déficitaire quand les bilans financiers sont consolidés après l'acquisition.

Une autre raison parfois évoquée est celle du "Free Cash-Flow". Cette notion fait référence à un désaccord entre les gestionnaires et les actionnaires. Supposons qu'il existe un litige entre gestionnaires et actionnaires quant à la distribution de dividendes: les uns préférant garder le contrôle de la liquidité, et obtenir ainsi un plus grand pouvoir de décision, les autres étant plus favorables à recevoir ce surplus de liquidité sous forme de dividendes. Ces divergences peuvent entraîner des coûts d'agence; pour résoudre ce problème, on peut recourir à la création de dette mais on se trouve alors face à des coûts de faillite et il faudra donc faire un arbitrage entre les deux. En fait une prise de contrôle qui coûterait assez cher permettrait de dépenser la liquidité disponible et de ne plus avoir à payer des dividendes.

I.3 LES TACTIQUES DE DÉFENSE

Il existe beaucoup de tactiques de défense, elles dépendent de l'imagination des gestionnaires et actionnaires de la firme cible. Nous présentons ici celles qui sont le plus couramment utilisées. Les statistiques mentionnées sont celles de Patry & Poitevin (1991), dans une étude sur les prises de contrôle hostiles au Canada.

Les défenses légales: on inclut dans cette catégorie les amendements, changements d'incorporation et modifications des droits de vote. Ces mesures requièrent l'approbation des actionnaires. Elles ont été utilisées dans moins de 20% des cas.

Les "Golden Parachutes": Les "parachutes dorés" sont simplement des contrats qui garantissent aux gestionnaires de la firme cible de fortes indemnités dans le cas où ils sont congédiés après la prise de contrôle. Ces contrats sont votés avant la prise de contrôle. Ils peuvent être significatifs dans le cas d'une firme dont la gestion demande un apprentissage particulier, c'est-à-dire dans le cas où l'investissement pour remplacer l'équipe de gestion serait élevé notamment en capital

humain. Pour le Canada cette tactique de défense a été utilisée dans 30% des cas étudiés.

La "Poison Pill": La "pillule empoisonnée" est une façon pour la cible de se rendre moins attrayante, en faisant elle-même une mauvaise acquisition, par exemple, ou encore un mauvais investissement. C'est une action suicidaire pour décourager le prédateur mais qui peut parfois se retourner contre la cible elle-même. D'ailleurs, elle n'a pas servi très souvent (un seul cas sur les 10 étudiés au Canada).

Le "White Knight": Le "chevalier blanc" est un moyen de défense par lequel la firme cible recherche un acheteur amical qui proposerait un meilleur prix et de meilleures conditions d'achat que ceux offerts par le prédateur. Cette tactique est la plus fréquente au Canada, puisque plus de 60% des cibles l'ont utilisée.

Le "Green Mail": La "poste verte" est une offre faite par la cible au prédateur. Il s'agit pour la cible de racheter ses propres actions à un prix supérieur à celui du marché. Cette offre est faite par la poste d'où son appellation.

L'utilisation des lois spécifiques à un secteur industriel: En fait, une firme cible ne voulant pas se laisser absorber par une autre entreprise peut avoir recours à différentes lois. Par exemple, dans le secteur bancaire, une banque étrangère ne peut contrôler une firme canadienne. De plus, une entreprise d'utilité publique ne peut être achetée par un actionnaire majoritaire sans que les autorités ne soient averties. Il existe aussi une loi sur la concurrence ayant pour but de préserver la concurrence dans les industries pour empêcher une firme d'avoir un pouvoir de monopole. Les recours à l'Ontario Security Commission (OSC) sont les plus courants au Canada; ils ont été utilisés dans plus de 50% des cas étudiés.

I.4 LES MOYENS DE FINANCEMENT

Quand il y a une prise de contrôle, il est important, de savoir comment elle a été financée; en effet, les moyens utilisés pour le financement d'une OPA sont un des aspects qui permettent de savoir quel était le but de l'acheteur. Une prise de contrôle peut être financée par une combinaison de plusieurs moyens.

Le **financement par dette** est le moyen le plus courant de financer une prise de contrôle³. Il s'agit pour la firme acquéreuse de contracter une dette au près d'une banque. Il faut pour cela qu'elle ait une certaine crédibilité et qu'elle puisse garantir son emprunt.

L'**émission d'actions** est aussi un moyen de financer une prise de contrôle. En général la dette à long terme permet aussi d'avoir des crédits d'impôts.

L'**échange d'actions**, c'est lorsque l'acheteur échange une de ses actions contre une action de la cible. Ceci veut dire que l'acquéreur ne débourse pas de liquidité mais propose à chaque actionnaire de sa cible une action de sa propre firme. Il peut s'agir d'une action entière ou d'une fraction d'action.

La **liquidité disponible**, c'est lorsque l'acheteur a un surplus de liquidité disponible. Ce moyen de financement peut être aussi combiné aux autres.

³D'après Patry & Poitevin, plus de 70% du financement des prises de contrôle hostiles, étudiées au Canada, s'est fait par dette.

I.5 LES SOURCES DE GAINS⁴

En examinant une prise de contrôle de plus près, on peut essayer de voir s'il y a eu une création de valeur et, dans ce cas, quelles ont été les sources de ces gains.

En général, quand il y a des gains découlant d'une prise de contrôle, ceux qui en bénéficient sont les actionnaires de la firme cible. Si l'on cherche à connaître les sources de gains, c'est pour pouvoir expliquer la prime payée. Les sources de gains sont assez diverses:

Les licenciements, c'est le cas lorsque l'acheteur estime que les employés sont trop nombreux et pense faire des économies en les congédiant. D'après les études empiriques faites au Canada et aux États-Unis, cette catégorie de gains n'explique qu'une petite proportion de la prime. En effet, on ne retrouve des licenciements que dans deux cas sur les dix étudiés par Patry & Poitevin pour le Canada.

Les coupures dans les dépenses d'investissement

⁴Bhagat, Shleifer & Vishny (1989) et Patry & Poitevin (1991).

peuvent aussi être une source de gains, surtout quand les investissements sont faits dans des projets à valeur actuelle nette négative. Cette source de gains n'est pas souvent effective; en tout cas, elle n'a pas eu lieu dans les cas étudiés au Canada⁵.

Les économies en taxes: Au Canada, d'après l'étude de Patry & Poitevin (1991), on voit relativement souvent cette source de gains évoquée comme explication de la prime payée (dans 70% des cas), même si ce facteur n'explique qu'en partie l'importance des primes.

Les reventes de filiales: ceci est une des dernières sources de gains mesurables. Dans 40% des cas étudiés pour le Canada, il y a eu des reventes de filiales (d'au moins 50% de la cible achetée).

⁵Patry & Poitevin, 1991.

CHAPITRE II

LA PRISE DE CONTRÔLE DE CONNAUGHT PAR MÉRIEUX⁶

II.1 LA PRÉSENTATION DES FIRMES IMPLIQUÉES

INSTITUT MERIEUX SA

L'Institut Mérieux, basé à Lyon en France, produit des vaccins et des sérums. Fondé en 1897 par Marcel Mérieux, un étudiant de Louis Pasteur, l'Institut est actuellement dirigé par Alain Mérieux son petit-fils.

Par ailleurs, la famille Mérieux détient encore 20% de la firme, le gouvernement Français, pour sa part, en contrôle 50% à travers la compagnie Rhône-Poulenc qu'il détient à 100%, alors que le groupe Dassault et le public se partagent les 30% restants.

Les activités de la compagnie ne se limitent pas à la médecine humaine (les vaccins et produits médicaux

⁶Avril 1988 - Décembre 1989.

dérivés du sang grâce à la méthode de "blood fractionation"), celle-ci ayant une part de 50% des ventes; la médecine vétérinaire, elle, contribue à 35% des ventes totales alors que le reste est constitué par la génétique des volailles.

En 1988, les profits de l'Institut Mérieux étaient de 35.8 millions de dollars, le total des ventes de 630 millions de dollars, alors que les dépenses en recherche et développement totalisaient 47 millions de dollars.

CONNAUGHT BIOSCIENCES INC.

Basée à Toronto, Connaught BioSciences recherche, développe et produit des vaccins et des médicaments.

La compagnie a été fondée dans les années 20 par le Prix Nobel Frederick Banting qui a découvert l'insuline. Connaught faisait partie de l'Université de Toronto jusqu'à ce qu'elle soit vendue à CDC Life dans les années 70. En 1984, la compagnie est devenue publique, mais c'est en 1987 que le gouvernement a vendu toutes ses parts. En 1988, la compagnie change de nom: de CDC Life elle passe à Connaught BioSciences.

Connaught BioSciences est la compagnie mère de Connaught Laboratories Ltd, et de Connaught BioResearch Laboratories Ltd, de plus elle détient des parts dans Nordic Laboratories.

Avant la prise de contrôle de Connaught par Mérieux les principaux actionnaires de Connaught étaient: La Caisse de Dépôt et Placement du Québec avec 20% et Mérieux avec 12,5%, le reste étant détenu par des institutions financières et de petits porteurs.

En 1988, les profits de Connaught se montaient à 30,6 millions de dollars pour un total des ventes de 210 millions de dollars, alors que les dépenses en recherche et développement totalisaient 27,3 millions de dollars.

CIBA-GEIGY

Basée à Bâle en Suisse, Ciba-Geigy est l'une des plus grandes compagnies pharmaceutiques au monde, elle a des filiales dans 80 pays sur les 5 continents.

La filiale canadienne, Ciba-Geigy Canada Ltd, basée à Mississauga en Ontario, emploie 1600 personnes avec un revenu de 385 millions de dollars dont 10% sont dépensés en recherche et développement. Elle est présente au Canada depuis les années 20 alors que Ciba était basée à

Montréal et Geigy à Toronto, la fusion des deux firmes a eu lieu en 1971.

CHIRON CORP

Basée à Emmerville en Californie, elle a été fondée en 1981. Elle développe des médicaments produits biologiquement, elle est spécialisée dans la prévention, le diagnostic et le traitement des maladies infectieuses.

JV VAX

C'est la "joint venture" formée, en 1987, par Ciba-Geigy et Chiron Corp.

TABLEAU I

Comparaison de Mérioux et Connaught en 1988⁷

	PROFITS	VENTES	R & D
MÉRIEUX	35,8	630	47
CONNAUGHT	30,6	210	27,3

⁷Les chiffres sont en millions de dollars.

II.2 LE RÉSUMÉ DE LA PRISE DE CONTRÔLE⁸

C'est en avril 1988 que Mérieux fait une première tentative pour prendre le contrôle de Connaught. Le 14 avril 1988, L'Institut Mérieux essaie d'acheter 4,4 millions d'actions de Connaught pour la somme de 140 millions de dollars, ce qui fait 32 dollars l'action. Ceci a pour but d'augmenter sa part dans Connaught à 33%.

La direction de Connaught rejette l'offre de Mérieux; pour elle l'OPA est injuste, inadéquate et de plus elle viole les lois sur les valeurs mobilières. Pour organiser une défense face à cette OPA l'exécutif de Connaught s'est muni de "Golden Parachutes", CDC Life est à la recherche d'un "White Knight", de plus CDC Life remplit une plainte auprès de l'OSC (Ontario Security Commission), de la QSC (Québec Security Commission), et de la U.S. Federal Court. Ce moyen légal de défense contre l'offre de Mérieux paraît plus efficace. Cependant, après avoir examiné cette demande, l'OSC refuse de poursuivre Mérieux en justice. CDC avait prétexté que l'offre de Mérieux viole le Bank Act. Il est vrai que selon cette

⁸Cette partie est un résumé des principaux événements survenus lors de la prise de contrôle, une chronologie détaillée se trouve à l'annexe B.

loi aucune compagnie associée à une banque étrangère ne doit détenir plus de 10% d'une compagnie canadienne, or Mériex est contrôlée par le gouvernement français qui, lui, contrôle deux banques.

Finalement, la QSC et l'OSC révisent l'offre de Mériex notamment à cause d'un accord préférentiel signé entre Mériex et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec; en effet, l'accord stipule que si l'offre est un succès, Mériex pourrait racheter la part de la Caisse au prix du marché plus une prime de 15%. Ceci avantage la Caisse au détriment des petits actionnaires. L'OSC et la QSC ont tranché, l'OPA ne doit pas se faire car elle crée trois classes distinctes d'actionnaires: la Caisse qui est la plus privilégiée, les actionnaires canadiens, et en dernier lieu les actionnaires américains qui ne font même pas partie de l'offre de Mériex. Mériex va donc renoncer à son offre.

Un an plus tard, le 7 mars 1989, Mériex revient à la charge avec une nouvelle proposition: L'Institut et Connaught fusionneraient en une nouvelle firme Connaught-Mériex NV. Les filiales Connaught BioResearch et Nordic seraient revendues. Mériex détient déjà 12,6% de Connaught, l'Institut se retrouverait donc avec 56% de

Mérieux-Connaught NV. Cette offre ne paraît pas plus attirante pour Connaught qui cherche encore une fois à empêcher cette prise de contrôle.

Six mois plus tard, le 12 septembre, Ciba-Geigy et Chiron Corp offrent d'acheter Connaught à 30 dollars l'action pour un total de 764 millions de dollars, ceci par l'intermédiaire de leur "Joint Venture" JV VAX qui en détient déjà 9,4%. Comme pour l'offre de Mérieux celle-ci doit être révisée par Ottawa.

Mérieux va réagir le 26 septembre en faisant une contre-offre à 37 dollars l'action ce qui fait un total de 942 millions de dollars. Cette offre serait financée par une lettre de crédit garantie par Rhône-Poulenc. Pour que son offre ne soit pas arrêtée par le gouvernement canadien, Mérieux s'engage:

- à compléter d'ici 5 à 7 ans la construction d'un centre biotechnologique employant 125 personnes et d'une valeur de 30 à 40 millions de dollars;

- à ne pas réduire le nombre d'emplois au Canada ni déménager Connaught;

- à étudier l'implantation au Canada d'un centre de "blood fractionation" d'une valeur approximative de 40 millions de dollars;

- à ce que Connaught continue à fabriquer ses propres produits pour son marché et celui de Mérieux, de même qu'elle pourra le faire pour les nouveaux produits développés;

- à ce qu'une partie de la production nord-américaine de Mérieux soit transférée à Connaught;

- et finalement à ce que les programmes de recherche de Connaught soient étendus aux universités et instituts de recherche canadiens.

Le marché réagit à cette annonce et l'action de Connaught atteint un prix record de plus de 38 dollars. L'offre de Mérieux commence le 29 septembre expire le 26 octobre 1989. N
et

C'est finalement le 14 décembre 1989, qu'Ottawa donne son aval aux deux offres faites par Mérieux et JV VAX pour contrôler Connaught. Cette décision tant attendue par les investisseurs a une répercussion directe sur le prix de l'action de Connaught qui augmente de 4,5 dollars en une seule journée.

Mérieux annonce, le 15 décembre 1989, qu'il détient 99,36% des actions de Connaught ce qui représente 21.518.655 actions soumises, 3.514.305 actions déposées,

alors qu'il détenait déjà 2,75 millions d'actions.

II.3 LE CALCUL DE LA PRIME

Le calcul de la prime permet de savoir s'il y a eu une création de valeur. La prime est la différence du prix des actions après la prise de contrôle et du prix estimé des actions à la même date si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu. Le prix est estimé selon un modèle de marché linéaire:

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} + e_t$$

R_t est le rendement de la firme à la période t

α représente le rendement d'un titre sans risque;

β mesure le risque de la firme;

R_{mt} est le rendement du marché à la date t ;

e_t est une variable aléatoire de moyenne nulle;

En remplaçant le rendement par sa valeur, $R = (P_2 - P_1) / P_1$,

le modèle estimé devient:

$$\frac{(\hat{P}_2 - P_1)}{P_1} = \alpha + \beta \frac{(P_{m2} - P_{m1})}{P_{m1}}$$

$$\text{donc } \hat{P}_2 = P_1 \left(\alpha + \beta \frac{(P_{m2} - P_{m1})}{P_{m1}} \right) + P_1$$

où \hat{P}_2 est le prix estimé.

*Déjà
de P₁
P₂*

En ce qui concerne l'estimation et surtout la période sur laquelle il faut la faire, on doit essayer de ne pas inclure des mouvements de prix dus à des rumeurs de prises de contrôle. C'est pourquoi on devra faire une régression sur 200 jours ouvrables; le premier étant t_1-280 (t_1 est la date de la première OPA) et le dernier t_1-80 . Avec cette régression, on obtient les coefficients α et β , c'est alors que l'on estime le prix P_2 à la date t_2 (la date t_2 est la date de la prise de contrôle effective). C'est ce prix estimé qu'il faut soustraire au prix payé par l'acheteur pour obtenir la prime par action. Il suffit de multiplier cette prime par le nombre total d'actions achetées pour obtenir la prime totale. Le prix de marché utilisé dans cette étude est l'index TSE 300.

Dans le cas de Connaught, le prix estimé est 35,8 dollars l'action; or le prix payé par l'Institut Mérieux était de 37 dollars l'action ce qui nous permet de calculer la prime par action qui est donc de 1,2 dollars. Comme l'Institut Mérieux a acheté 25 millions d'actions environ cela nous donne une prime totale de 30 millions de dollars.

Cette prime nous permet de voir le changement de richesse des actionnaires de Connaught. On aurait pu par

un calcul similaire estimer le changement de richesse des actionnaires de Mérieux. Malheureusement, Mérieux n'est pas listé au TSE et il est plus difficile d'obtenir des données sur le prime de cette firme française.

Si on calcule le pourcentage de la prime par rapport à la valeur totale de la firme on obtient 3%. Ceci n'est pas très élevé comparativement aux primes payées dans d'autres cas étudiés au Canada ou même aux Etats-Unis. En effet, pour Bradley, Desai & Kim (1988), les rendements des firmes cibles sont de 30 à 35% dans les années 80, alors que pour les firmes acquéreuses ce rendement est proche de zéro. Selon Asquith, Opler & Weston (1990), les rendements extraordinaires sont de 16% pour les firmes cibles et -0,45% pour les firmes acquéreuses. Les résultats sont différents parce que les méthodes ne sont pas les mêmes.

Analysons les sources de gains pour essayer d'expliquer la prime payée. Il est vrai que Mérieux a licencié les gestionnaires mais ceci n'a pas vraiment permis de faire des gains, puisque l'équipe dirigeante s'était prémunie de "Golden Parachutes". Il y a eu au contraire des promesses d'investissement au Canada et de dépenses en Recherche et Développement. C'est pourquoi la prime payée par Mérieux, aussi minime soit-elle, pour

obtenir le contrôle de Connaught ne peut être expliquée par des licenciements.

D'un autre côté, Mérioux n'a pas encore revendu la filiale dont il avait décidé de se débarrasser. Donc, à court terme, une revente de filiale ne peut expliquer la prime payée.

Finalement, pour essayer d'expliquer l'importance de la prime payée par Mérioux, il ne nous reste que des sources de gains non-mesurables. La raison la plus importante étant la volonté pour Mérioux d'entrer sur le marché nord-américain, donc la prime est surtout expliquée par la synergie créée. En ce qui concerne Connaught, l'alliance avec Mérioux lui apporte l'avantage d'avoir une chance de concurrencer les firmes pharmaceutiques souvent multinationales et ceci grâce à des économies d'échelle qui pourraient réduire certains coûts.

II.4 LES FLUCTUATIONS DU PRIX DE L'ACTION DE CONNAUGHT

Le calcul de la prime nous a amené à observer le prix des actions de Connaught⁹. On a pu voir à quel

⁹Voir annexe C.

point les informations influencent les anticipations du marché.

En effet, alors que le prix d'une action de Connaught tournait autour de 25 dollars au début du mois d'avril 1988, il a suffi que Mérieux fasse son OPA de 30 dollars l'action, le 13 avril 1988, pour qu'en l'espace d'une journée, l'action dépasse le cap des 30 dollars. Comme l'OPA a d'abord été rejetée par les gestionnaires de Connaught, ces derniers estimant l'action sous-évaluée, le marché a fait augmenter le prix à plus de 30 dollars.

Un an plus tard, en avril 1989, alors que l'action de Connaught avait repris son cours normal, l'annonce d'une nouvelle offre de Mérieux la ramène au-dessus de la barre des 30 dollars. Cette fois-ci les gestionnaires de Connaught avaient accepté l'offre de fusion, mais le marché la trouvant trop complexe, a mal réagi et le prix de l'action est vite retombé.

Quelques mois plus tard, en septembre 1989, l'offre de JV Vax, le "White Knight", fait remonter l'action à plus de 30 dollars. Puis, comme Mérieux entre dans la bataille et fait une nouvelle offre à 37 dollars, le marché, anticipant une contre-offre de JV Vax, fait remonter l'action à plus de 38 dollars.

Cependant, un mois plus tard, c'est Investissement Canada qui rejette l'offre de Mérieux et l'action retombe à moins de 32 dollars. Le prix va alors osciller entre 30 et 37 dollars au gré des déclarations officielles ou des rumeurs officieuses.

Finalement, le 13 décembre 1989, l'action remonte au-dessus des 37 dollars quand les deux offres sont officiellement acceptées; c'est évidemment Mérieux qui obtient le contrôle des actions de Connaught.

En fait, grâce au premier rejet de la part des gestionnaires de Connaught, puis à celui d'Investissement Canada, et bien sûr à l'intervention du "White Knight", les actionnaires de Connaught se sont vu offrir une prime de plus de 1,20 dollars ce qui n'est absolument pas négligeable.

II.5 LA COMPARAISON AVEC LA THÉORIE

En faisant un parallèle entre la théorie et le cas pratique on remarque que la principale raison qui a déclenché l'offre de Mérieux est une question de synergies et d'économies d'échelle. En effet, il n'y avait pas d'avantages fiscaux puisque Connaught n'avait pas de crédits d'impôts. De plus il n'apparaît pas que les gestionnaires étaient mis en cause, donc on ne pourra

pas dire, dans ce cas, que le marché du contrôle corporatif des firmes a joué un rôle de chien de garde.

Pour ce qui est des tactiques de défenses, après s'être prémunis de "Goldens parachutes", les gestionnaires de Connaught ont essayé, en vain, de trouver un "White knight". Finalement l'action la plus marquante est le recours aux différentes lois; la loi du secteur bancaire interdisant à une banque étrangère de contrôler une firme canadienne, la loi sur la concurrence prévenant la formation d'un monopole sur un certain marché.

Malgré toutes ces tactiques Mérieux a eu gain de cause en faisant, toutefois, beaucoup de promesses d'investissement surtout au gouvernement canadien. On ne peut encore vérifier si des investissements ont été faits au Canada car l'échéance donnée à Mérieux s'étalait sur plusieurs années.

Pour conclure à propos de ce cas pratique, on peut dire que les engagements de Mérieux ont eu raison du nationalisme des opposants de cette prise de contrôle.

Les autorités canadiennes ont, en effet, été convaincues de la nécessité pour Connaught de s'allier à une firme opérant dans le même domaine, étant donné que la recherche de nouveaux médicaments et vaccins (contre le SIDA par exemple) est très coûteuse, et peut parfois

durer plus de dix ans avant d'aboutir à des résultats satisfaisants. Ceci s'ajoute au fait que la plupart des firmes pharmaceutiques sont déjà des entreprises d'envergure internationale. Ainsi, il paraît évident qu'une alliance entre Mérieux et Connaught ne peut être qu'avantageuse.

Comme on peut le constater, les sources de gains découlant de cette prise de contrôle, bien que non-mesurables, sont importantes.

Les interactions de différents agents tels que le gouvernement canadien, l'Université de Toronto, ou encore les autorités américaines nous empêchent de vérifier si les conséquences observées sont effectivement dues à la prise de contrôle. Malgré cette confusion, ce cas de prise de contrôle hostile suit la tendance générale.

CONCLUSION

Si l'on en croit les résultats obtenus par Bhagat, Shleifer & Vishny (1989) pour les Etats-Unis et par Patry & Poitevin (1991) pour le Canada, les prises de contrôle aboutissent souvent à une vente horizontale¹⁰. Celle de Connaught par Mérieux, bien qu'impliquant un acheteur étranger, vient renforcer cette affirmation.

Quant à l'argument souvent évoqué selon lequel le mécanisme des prises de contrôle joue un rôle dans la surveillance des gestionnaires inefficaces et incompetents, on observe, comme dans les autres études empiriques, que cette affirmation n'est pas tout à fait exacte. En effet, les inefficacités sont plutôt provoquées par d'autres facteurs comme par exemple une mauvaise allocation des ressources.

Dans notre cas pratique, on peut dire que la prise de contrôle est inscrite dans le cadre d'une réorganisation de l'industrie pharmaceutique au niveau mondial, plutôt que dans celui d'une réorganisation interne de la firme.

¹⁰Au Canada, dans 70% des cas, la vente finale (incluant les reventes de filiales) est une vente horizontale.

BIBLIOGRAPHIE

- ASQUITH, P., BRUNNER, R.F., AND D.W. MULLINS, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 121-139.
- ASQUITH, P., OPLER, T.C., AND J.F. WESTON, "The Size and Distribution of Shareholder Wealth Gains from Mergers: Evidence from the Takeover Boom of 1980's", University of California in Los Angeles, Discussion Paper #11, 1990.
- BHAGAT, S., SHLEIFER, A., AND R.W. VISHNY, "The Aftermath of Hostile Takeovers", Mimeo, 1989.
- BRADLEY, M., DESAI, A., AND E.H. KIM, "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 183-206.
- BRADLEY, M., DESAI, A., AND E.H. KIM, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 21, 1988, 3-40.
- COPELAND, T.E., AND J.F. WESTON, "Financial Theory and Corporate Policy", Addison-Wesley, Publishing Co., Reading, 1988.
- ECKBO, B.E, "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 241-274.
- THE FINANCIAL POST, since 1987.
- THE FINANCIAL TIMES, since 1987.
- FORBIS, J., AND W. ADAMS, "Corporate Victims of the Eighties", *Across the Board*, December 1990, 15-21.
- THE GLOBE AND MAIL, since 1987

- GROSSMAN, S.J., AND O.D. HART**, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of corporation", Bell Journal of Economics, 11, 1980, 42-64.
- HARRIS, E.G.**, "Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare", RAND Journal of Economics, 21, Winter 1990, 614-625.
- JARRELL, G.A., BRICKLEY, J.A., AND J.M. NETTER**, "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980", Journal of Economics Perspectives, 2, 1988, 49-68.
- JENSEN, M.C.**, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review, 76, 1986, 323-29
- JENSEN, M.C.**, "Takeovers: Their Causes and Consequences", Journal of Economic Perspectives, 2, 1988, 21-48.
- JENSEN, M.C. AND R.S. RUBACK**, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", Journal of Financial Economics, 11, 1983, 5-50.
- JENSEN M.C., AND J.B. WARNER**, "The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors", Journal of Financial Economics, 20, 1988, 3-24.
- KNOEBER, C.R.**, "Golden Parachutes, Shark Repellents and Hostile Tender Offers", The American Economic Review, 76, March 1986, 155-167.
- LANEN, W.N., AND R. THOMPSON**, "Stock Price Reactions as Surrogates for the Net Cash Flow Effect of Corporate Policy Decision", Journal of accounting and economics, 10, 1988, 311-334.
- MANAGEMENT ACCOUNTING**, "The language of Hostile Takeovers", March 1991, 27-32.
- MORCK, R., A. SHLEIFER AND R.W. VISHNY**: "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers" in: Corporate Takeovers: Causes and Consequences, A. Auerbach (ed.), The University of Chicago Press, 1988.
- PATRY, M., AND M. POITEVIN**, "Hostile Takeovers: The Canadian Evidence", Mimeo, 1991.

- SCHERER, F.M.**, "Corporate Takeovers: The Efficiency Argument", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1988, 69-82.
- SHLEIFER, A., AND L. SUMMERS**, "Breach of Trust in Hostile Takeovers" in: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, A. Auerbach (ed.), The University of Chicago press, 1988.
- STILLMAN, R.**, "Examining Antitrust Policy towards Horizontal Mergers", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 225-240.
- STULZ, R.M., WALKLING, R.A., AND MOON H. SONG**, "The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers", *The Journal of Finance*, 45, 1990, 817-833.

ANNEXE A

CALCUL DE LA PRIME PAYEE PAR MERIEUX

SAMPLE 1 750
 FILE 11 A:CSET
 UNIT 11 IS NOW ASSIGNED TO: A:CSET
 FILE 12 A:TSE300
 UNIT 12 IS NOW ASSIGNED TO: A:TSE300

FORMAT (A7,F9.3,F8.0)
 READ (11) DATE P V / FORMAT SKIPLINES=2
 READ USES FORMAT: (A7,F9.3,F8.0)
 READ (12) DATE PM VM / FORMAT SKIPLINES=2
 READ USES FORMAT: (A7,F9.3,F8.0)

SAMPLE 2 750
 GENR R=(P-LAG(P,1))/LAG(P,1)
 GENR RM=(PM-LAG(PM,1))/LAG(PM,1)
 SAMPLE 22 222
 OLS R RM / COEFF=X RSTAT

REQUIRED MEMORY IS PAR = 48 CURRENT PAR = 229
 OLS ESTIMATION
 201 OBSERVATIONS DEPENDENT VARIABLE = R
 ...NOTE..SAMPLE RANGE SET TO: 22, 222

R-SQUARE = 0.5240 R-SQUARE ADJUSTED = 0.5216
 VARIANCE OF THE ESTIMATE = 0.47915E-03
 STANDARD ERROR OF THE ESTIMATE = 0.21890E-01
 MEAN OF DEPENDENT VARIABLE = -0.53630E-03
 LOG OF THE LIKELIHOOD FUNCTION = 483.969
 MODEL SELECTION TESTS - SEE JUDGE ET.AL.(1985, P.242)
 AKAIKE (1969) FINAL PREDICTION ERROR- FPE = 0.48392E-03
 (FPE ALSO KNOWN AS AMEMIYA PREDICTION CRITERION -PC)
 AKAIKE (1973) INFORMATION CRITERION- AIC = -7.6336
 SCHWARZ(1978) CRITERION-SC = -7.6007

VARIABLE NAME	ESTIMATED COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-RATIO 199 DF	PARTIAL CORR.	STANDARDIZED COEFFICIENT	ELASTICITY AT MEANS
RM	1.4323	0.96763E-01	14.802	0.7239	0.72390	1.7165
CONSTANT	0.38426E-03	0.15452E-02	0.24868	0.0176	0.00000E+00	-0.71650

DURBIN-WATSON = 1.7973 VOM NEUMAN RATIO = 1.8062 RHO = 0.10102

RESIDUAL SUM = -0.30358E-16 RESIDUAL VARIANCE = 0.47915E-03
 SUM OF ABSOLUTE ERRORS= 2.9935
 R-SQUARE BETWEEN OBSERVED AND PREDICTED = 0.5240
 RUNS TEST: 98 RUNS, 92 POSITIVE, 109 NEGATIVE,
 NORMAL STATISTIC = -0.3962

SAMPLE 1 1
 GENR B=X(1)
 GENR A=X(2)
 GENR P1=P(300)
 GENR P1M=PM(300)
 GENR P2M=PM(750)
 PRINT A B P1 P1M P2M

A	B	P1	P1M	P2M
0.3842585E-03	1.432281	29.75000	3397.720	3881.840

GENR P2E=P1*(A+B*((P2M-P1M)/P1M))+P1
 PRINT P2E

P2E
 35.83272

GENR PO=37
 GENR N=25032960
 GENR D=PO-P2E
 GENR PRIME=D*N
 PRINT D PRIME

D	PRIME
1.167284	0.2922058E+08

END

ANNEXE B

LA CHRONOLOGIE DE LA PRISE DE CONTRÔLE

Le 14 avril 1988: Mérieux essaie d'acheter 4.4 millions d'actions de Connaught pour la somme de 140 millions de dollars, ce qui fait 32 dollars l'action. Mérieux espère augmenter ainsi sa part dans Connaught à 33%.

Le 20 avril 1988: La direction de Connaught rejette l'offre de Mérieux, pour eux l'OPA est injuste, inadéquate et de plus elle viole les lois sur les valeurs mobilières. Pour organiser une défense face à cette OPA l'exécutif de Connaught s'est muni de "Golden Parachutes" totalisant 7.4 millions de dollars: les cinq principaux gestionnaires recevraient entre 2.5 et 3 années de salaire en plus des bénéfices sociaux et de différents bonus. De plus CDC Life est à la recherche d'un "White Knight".

Le 21 avril 1988: CDC Life rempli une plainte auprès de l'OSC (Ontario Security Commission) et de la QSC (Québec Security Commission). Ceci est encore un moyen de défense contre l'offre de Mérieux mais là il s'agit

plutôt d'une défense légale.

Le 22 avril 1988: CDC Life se plaint auprès de la U.S. Federal Court prétextant que l'offre de Mérieux pourrait créer un pouvoir de monopole sur le marché américain du vaccin déjà très concentré.

Le 26 avril 1988: La QSC et l'OSC revisent l'offre de Mérieux notamment à cause d'un accord préférentiel signé entre Mérieux et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec; en effet, l'accord stipule que si l'offre est un succès Mérieux pourrait racheter la part de la Caisse au prix du marché plus une prime de 15%. Ceci, bien sûr bénéficie la Caisse au détriment des petits actionnaires.

Le 27 avril 1988: L'Ontario Supreme Court refuse la demande de CDC de poursuivre Mérieux en justice, cette demande avait été faite sous prétexte que l'offre de Mérieux viole le Bank Act selon lequel aucune compagnie associée à une banque étrangère ne doit détenir plus de 10% d'une compagnie canadienne; or Mérieux est contrôlé par le gouvernement français qui, lui, contrôle deux banques.

Le 29 avril 1988: L'OSC et la QSC ont tranché, l'OPA

ne doit pas se faire car elle crée trois classes d'actionnaires: la Caisse qui est la plus privilégiée, les actionnaires canadiens, et en dernier les actionnaires américains qui ne font même pas partie de l'offre de Mérioux.

Le 3 mai 1988: Finalement Mérioux renonce à son offre.

Le 9 mai 1988: Malgré les derniers événements ou peut-être grâce à ceux-ci, le "Board" de CDC a été réélu à la majorité si l'on exclu les parts de Mérioux et de la Caisse.

Le 7 mars 1989: Mérioux revient à la charge avec une nouvelle proposition; l'Institut et Connaught fusionneraient en une nouvelle firme Connaught-Mérioux NV basée dans les Antilles Hollandaises pour des raisons fiscales. Les filiales Connaught BioResearch et Nordic seraient revendues. Les actionnaires de Connaught recevraient une action de la nouvelle firme et une de Connaught BioResearch, alors que ceux de Mérioux recevraient une action du conglomérat. Comme Mérioux détient déjà 12.6% de Connaught, l'Institut se retrouverait donc avec 56% de Mérioux-Connaught NV.

Le 11 avril 1989: Un accord signé avec l'Université de Toronto il y a 17 ans pourrait empêcher la fusion. Ce contrat stipule que Connaught ne peut être vendue à une firme étrangère.

Le 24 mai 1989: Investissement Canada étudie la proposition de Mériex pour être sûr qu'une prise de contrôle de Connaught par Mériex ne viole aucune loi canadienne.

Le 30 juin 1989: Les actionnaires de Connaught doivent voter en août pour donner leur approbation à l'offre de Mériex.

Le 7 juillet 1989: L'unité de Connaught qui concerne les diagnostics a été fusionnée avec ADI Diagnostic Inc basée à Toronto engagée dans le développement, la production et le marketing de diagnostics médicaux.

Le 15 juillet 1989: L'Université de Toronto se plaint auprès de l'Ontario Supreme Court que la fusion viole l'accord signé avec Connaught et qui interdit le transfert de la compagnie à une compagnie non canadienne.

Le 1er août 1989: La Cour suprême de l'Ontario

demande que 50% des actionnaires de Connaught, exceptés Mérieux et la Caisse, approuvent l'offre pour que celle-ci puisse avoir lieu.

Le 4 août 1989: Il faut aussi que la U.S. Securities and Exchange Commission approuve l'offre de Mérieux pour que la fusion soit possible.

Le 31 août 1989: Le vote des actionnaires de Connaught est reporté au 28 septembre 1989. Aux Etats-Unis la U.S. Securities and Exchange Commission a donné son accord à Connaught. Dans une circulaire d'information Connaught déclare qu'il n'y aura aucune réduction dans le nombre total d'emplois à Connaught, que les activités de production au Canada continueront, et qu'il n'y aura pas de coupures dans les budgets de recherche et de développement au Canada.

Le 12 septembre 1989: Ciba-Geigy et Chiron Corp, à travers leur "Joint Venture" JV VAX, offrent d'acheter les actions de Connaught à 30 dollars l'action ce qui fait un total de 764 millions de dollars. JV VAX détient déjà 9.4% de Connaught. Comme pour l'offre de Mérieux celle-ci doit être révisée par Ottawa.

Le 16 septembre 1989: Si JV VAX réussit à acheter Connaught les filiales BioResearch Laboratories et Nordic Laboratories seront revendues, les gestionnaires resteront en place alors que le "Board" lui sera changé.

Le 26 septembre 1989: Mérioux répond à l'offre de JV VAX et fait une contre-offre à 37 dollars l'action ce qui fait un total de 942 millions de dollars. Mérioux financera son offre par une lettre de crédit garantie par son principal actionnaire, Rhône-Poulenc. Pour que son offre ne soit pas arrêtée par le gouvernement canadien Mérioux s'engage: à compléter d'ici 5 à 7 ans la construction d'un centre biotechnologique employant 125 personnes et d'une valeur de 30 à 40 millions de dollars; à ne pas réduire le nombre d'emplois au Canada ni déménager Connaught; à étudier l'implantation au Canada d'un centre de "fractionation" de sang d'une valeur approximative de 40 millions de dollars; à ce que Connaught continue à fabriquer ses produits pour son marché et celui de Mérioux de même qu'il pourra y vendre les nouveaux produits développés; à ce qu'une partie de la production Nord-américaine de Mérioux soit transférée à Connaught; et finalement à ce que les programmes de recherche de Connaught soient étendus aux universités et instituts de recherche canadiens.

Le 29 septembre 1989: L'action de Connaught atteint un prix record de plus de 38 dollars. L'offre de Mérieux commence aujourd'hui et expire le 26 octobre 1989.

Le 14 octobre 1989: Ottawa bloque l'OPA de Mérieux. Investissement Canada conclut que la proposition de Mérieux ne constitue pas un bénéfice net pour le Canada. Mérieux a encore 30 jours pour améliorer son offre et réussir à convaincre Investissement Canada des avantages de sa démarche pour le Canada. L'Institut devra donner encore plus de garanties quant à l'emploi et l'investissement au Canada. Ceci permet à JV VAX, complètement évincé par l'offre de 37 dollars, de reconsidérer une nouvelle offre.

Le 16 octobre 1989: JV VAX prolonge son offre de 10 jours. Mérieux doit attendre l'approbation des officiels américains de l'antitrust parce que Connaught vend ses produits aux Etats-Unis. L'Université de Toronto et JV VAX signent un accord qui engage cette dernière à donner 15 millions de dollars sur 10 ans pour la recherche médicale, en contre partie l'Université ne s'opposera pas à l'achat de Connaught par JV VAX. JV VAX devra investir 10 autres millions dans d'autres universités et instituts au Canada. De son côté Mérieux essaie d'obtenir un accord

similaire avec l'Université.

Le 26 octobre 1989: L'Université de Toronto abandonne les objections à l'offre de Mérieux. Mérieux donnera à l'Université 9 millions de dollars sur 10 ans pour la recherche médicale et 6 autres millions à d'autres universités et instituts de recherche.

Le 28 octobre 1989: Mérieux prolonge son offre jusqu'au 6 novembre et annonce qu'il détient déjà le 3/4 des actions nécessaires pour compléter l'achat de Connaught.

Le 7 novembre 1989: Mérieux prolonge encore son offre jusqu'au 16 novembre, 44% des actions de Connaught sont déjà entre les mains de Mérieux.

Le 14 novembre 1989: Investissement Canada et la U.S. FTC (U.S. Federal Trade Commission) donnent un plus grand délai à Mérieux pour les convaincre. Alors que l'offre de JV VAX a déjà été approuvée par la U.S. FTC.

Le 17 novembre 1989: JV VAX et Mérieux prolongent leur offre d'acquérir 100% des actions de Connaught jusqu'au 29 novembre.

Le 22 novembre 1989: Les engagements de Mérieux se précisent de plus en plus. En effet, en plus des engagements précédents Mérieux s'engage à respecter une nouvelle liste de mesures:

- Connaught recevra 36% du budget de recherche et développement des deux firmes.

- 15% des ventes sera réinvestit en recherche et le développement ce qui fera un total minimum de 160 millions de dollars au cours des cinq prochaines années.

- Mérieux désignera, avec l'appui et les suggestions du gouvernement canadien, un comité composé d'un nombre égal de représentants de Connaught et de Mérieux.

- De plus le conseil d'administration de Connaught sera aussi composé de membres des deux compagnies en proportions égales et ceci pour préserver l'identité canadienne de Connaught.

- Si l'offre de Mérieux se solde par un succès, les actions de Connaught seront disponibles sur le marché, pour une période d'au moins un an, au prix payé par Mérieux et cela pour toutes les actions dépassant 50% des parts votantes.

- Pendant 18 mois, et à condition que Mérieux obtienne le contrôle de Connaught, l'Institut vendra ses propres actions aux investisseurs canadiens et cela jusqu'à concurrence de 49% du nombre total d'actions.

Le 30 novembre 1989: La U.S. FTC approuve la prise de contrôle de Connaught par Mérieux de même qu'elle avait déjà approuvé celle proposée par JV VAX.

Le 1er décembre 1989: Mérieux annonce qu'il détient 55.9% des actions de Connaught et prolonge son offre jusqu'au 14 décembre afin d'obtenir le contrôle de 100% des actions. JV VAX prolonge son offre aussi jusqu'au 14 décembre dans l'espoir que les pouvoirs publics empêcheraient Mérieux, pour des raisons légales ou politiques, de contrôler Connaught.

Le 9 décembre 1989: JV VAX décide de transférer 220 à 240 millions de dollars à Connaught dans les 8 années prochaines pour les dépenses en recherche et développement. Ciba-Geigy et Chiron s'engagent dans cette direction pour essayer de concurrencer Mérieux dans la course au contrôle de Connaught.

Le 12 décembre 1989: Les enjeux politiques du contrôle de Connaught se font ressentir de façon plus précise puisque le Premier Ministre Canadien, Brian Mulroney déclare qu'il ne faut pas laisser Connaught, le fleuron de la recherche pharmaceutique canadienne, tomber dans des mains étrangères.

Le 14 décembre 1989: Finalement, Ottawa donne son aval aux deux offres faites par Mérieux et JV VAX pour contrôler Connaught. Cette décision tant attendue par les investisseurs a une répercussion directe sur le prix de l'action de Connaught qui augmente de 4.5 dollars en une seule journée.

Le 15 décembre 1989: Mérieux annonce qu'il détient 99.36% des actions de Connaught ce qui représente 21.518.655 actions soumisees et 3.514.305 actions déposées, alors qu'il détenait déjà 2.75 millions d'actions.

Le 22 février 1990: Mérieux n'a pas encore exécuté son premier engagement de revendre les actions de Connaught dépassant 50% du nombre total d'actions.

Le 14 mars 1990: 3 mois à peine après avoir pris le contrôle de Connaught, Mérieux licencie les cinq principaux directeurs de Connaught, mais ceux-ci ne partiront pas les mains vides puisqu'ils s'étaient munis de "Golden Parachutes" d'une valeur totale de 7.4 millions de dollars. De plus le "corporate head-quarter" sera déménagé de façon à se rapprocher des locaux de Connaught à Willodale.

Le 15 mars 1990: Des représentants d'Investissement Canada et de Mérieux doivent se rencontrer pour examiner de plus près le licenciement des directeurs de Connaught et le déménagement de la direction et voir si ceci n'est pas en contradiction avec les engagements pris par Mérieux envers le gouvernement du Canada. En fait Mérieux s'était engagé à maintenir le nombre d'emplois canadiens mais n'avait donné aucune précision quant au genre d'emploi.

Le 24 mars 1990: Mérieux forme une nouvelle firme, Pasteur Mérieux, qui contrôlera Connaught Laboratories Ltd, et la section des vaccins de l'Institut Pasteur de même que celle de l'Institut Mérieux. Pour compléter le financement des 942 millions de dollars nécessaires à l'achat de Connaught, Mérieux va injecter dans Pasteur-Mérieux 500 millions de francs, et Rhône-Poulenc, le principal actionnaire de Mérieux, avancera le reste c'est-à-dire 2.7 milliards de francs.

Le 22 juin 1990: Mérieux désigne cinq Canadiens pour le nouveau comité de Connaught.

Le 19 juillet 1990: Connaught obtient, du gouvernement ontarien, 13.4 millions de dollars pour la

recherche dans les vaccins, à condition que ces fonds soient dépensés dans la province.

Le 15 janvier 1991: La Caisse de Dépôt et Placement du Québec achète 30% de Connaught BioResearch Laboratories, la filiale de Connaught que Mériex avait projeté de revendre.

Le 17 avril 1991: Mériex revend à Marion Merrell Dow Inc. 35,4% de Nordic Laboratories, une des filiales de Connaught BioSciences Inc. Ainsi Merrell détient 85,4% de Nordic le reste appartenant à la Caisse de dépôts et placements du Québec. Nordic, basée à Laval est le quatrième producteur pharmaceutique au Canada.

Le 21 mai 1991: Mériex n'a toujours pas émis les 50% de Connaught sur le marché canadien. Investissement Canada repousse la date limite indéfiniment parce que le marché n'est pas prêt à payer 37 dollars l'action, le prix payé par Mériex en décembre 1989.

Le 22 juin 1991: Le Commission qui révisé le prix des médicaments brevetés accuse Connaught de ne pas avoir révélé le montant de ses dépenses en Recherche et Développement. Connaught est la seule firme sur 65 au

Canada à ne pas avoir fait état de ses dépenses en R&D sous prétexte que les médicaments qu'elle développe ne sont pas brevetés.

Le 7 octobre 1991: Connaught a promis de dépenser 15 millions de dollars dans les Universités canadiennes, l'Université de Toronto a réussi à négocier 60% de cette somme ce qui fait 9 millions de dollars.

Le 27 février 1992: Le Vice-président des opérations de qualité de Connaught annonce que les firmes de biotechnologie font face à des dépenses de long terme; un médicament coûte 230 millions de dollars entre la première étape de développement et le moment où il arrive sur les étagères d'une pharmacie.

ANNEXE C

LES FLUCTUATIONS DE L'ACTION DE CONNAUGHT

FLUCTUATION DE L'ACTION DE CONNAUGHT

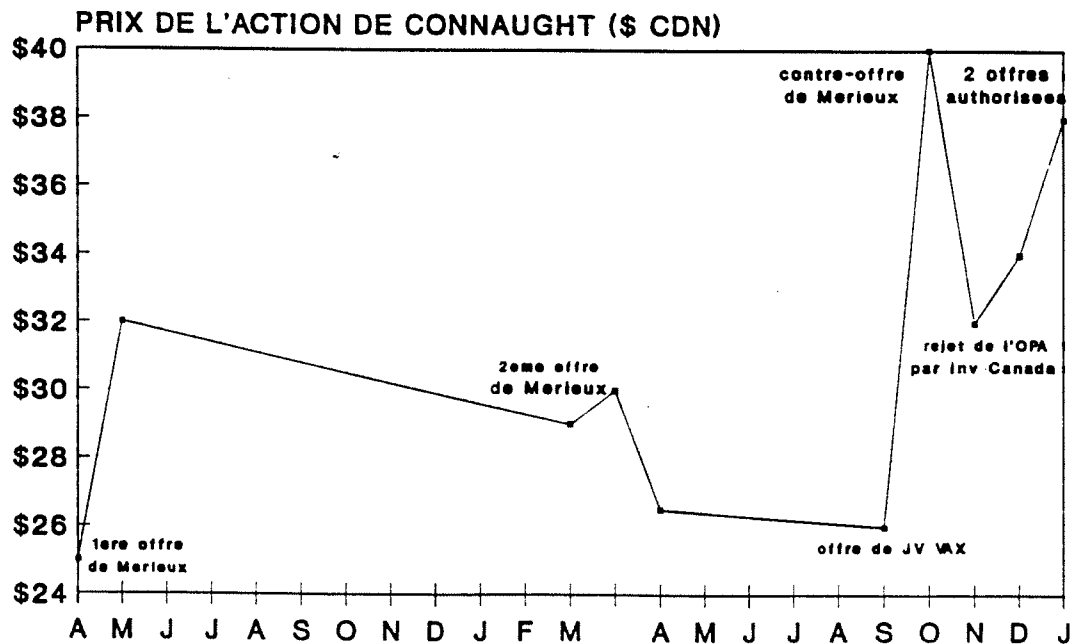


Figure 1

