



**GREThA**

Groupe de Recherche en  
Économie Théorique et Appliquée

---

**L'influence de la financiarisation sur les modèles  
productifs dans l'industrie pharmaceutique : domination et  
contradictions de la conception du contrôle blockbuster**

*Matthieu MONTALBAN*

*Université de Bordeaux  
GREThA UMR CNRS 5113*

*Cahiers du GREThA  
n° 2009-01*

---

**GREThA UMR CNRS 5113**  
Université Montesquieu Bordeaux IV  
Avenue Léon Duguit - 33608 PESSAC - FRANCE  
Tel : +33 (0)5.56.84.25.75 - Fax : +33 (0)5.56.84.86.47 - [www.gretha.fr](http://www.gretha.fr)

**L'influence de la financiarisation sur les modèles productifs dans l'industrie pharmaceutique : domination et contradictions de la conception du contrôle *blockbuste***

**Résumé**

*Cet article s'intéresse à l'interaction entre la concurrence, les modèles productifs et la financiarisation des principaux groupes pharmaceutiques mondiaux. Après avoir étudié les caractéristiques institutionnelles de l'industrie et les contraintes qu'elles posent aux modèles productifs, nous analysons comment les évolutions des structures actionnariales et des formes de gouvernance d'entreprise se sont articulées avec les rapports institutionnalisés de l'industrie pour faire émerger une conception du contrôle incitant les firmes dominantes à adopter des modèles recentrés sur les médicaments les plus rentables (*blockbuster*). Cet article rejoint les conclusions de Palpacuer et al. (2007) sur le cas de l'agroalimentaire. L'article étudie enfin les récentes conditions d'entrée en crise de ces modèles.*

**Mots-clés :** financiarisation, modèle productif, industrie pharmaceutique

**How financialisation shapes productive models in pharmaceutical industry: the domination and contradictions of the blockbuster conception of control**

**Abstract**

*This article analyses the interaction between competition, productive models and financialisation of the main pharmaceutical companies. After having studied the institutional specificities and the constraints that shape productive models, we analyze how transformations of ownership structures and corporate governance are connected with institutional relationships of the industry, leading to the emergence of a conception of control inciting dominant firms to adopt models focused on the most profitable drugs (*blockbusters*). This article converges with the conclusion of Palpacuer et al. (2007) on the agrofood industry case. Finally, the article analyzes the main causes of the recent crisis of these models.*

**Keywords:** financialisation, productive model, pharmaceutical industry

**JEL :** L650, G32, G34

**Reference to this paper:** Matthieu MONTALBAN, "L'influence de la financiarisation sur les modèles productifs dans l'industrie pharmaceutique : domination et contradictions de la conception du contrôle *blockbuste*", *Working Papers of GREThA*, n° 2009-01 <http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2009-01.html>.

## Introduction

Les transformations de la finance contemporaine sont considérées par nombre d'auteurs (Batsch, 2002 ; Pérez, 2003 ; Aglietta et Rébérioux, 2005 ; Morin 2006) comme l'une des principales explications de l'évolution des stratégies d'entreprises. Une masse croissante de la capitalisation mondiale est gérée par des investisseurs institutionnels, en particulier fonds de pension et fonds mutuels. Ces acteurs en concurrence pour la gestion de l'épargne des ménages cherchent à obtenir le meilleur rendement pour leur placement, et gèrent donc en majorité leur portefeuille de façon active en s'investissant sur les marchés financiers, en particulier les marchés d'actions. Si on suit les auteurs précédents ainsi que Fligstein (2001) et Dobbin et Zorn (2005), ces acteurs, notamment américains, auraient poussé les firmes à réorienter leur stratégie vers l'objectif de maximisation de la valeur pour l'actionnaire grâce à leur poids croissant dans l'actionnariat, tout en poussant à la mise en place des règles de la gouvernance d'entreprise (*corporate governance*). En effet les fonds de pension comme CALPERS défendent le principe d'une gouvernance d'entreprise, visant à dépasser les problèmes d'agence entre actionnaires et *managers*, de façon à ce que la firme soit gérée dans l'intérêt des actionnaires. A cette fin, les chartes de gouvernance d'entreprise que celles de CALPERS promeuvent la plus grande transparence de la stratégie et des comptes, avec des publications trimestrielles des résultats, des rapports annuels très détaillés, des *roads shows* et réunions *one to one* avec des analystes, la présence majoritaire d'administrateurs indépendants au conseil, la séparation des fonctions de Président du conseil d'administration et de directeur général, l'interdiction de mesures anti-OPA afin que le manager puisse être sanctionné par un rachat hostile en cas de mauvaise gestion, et la mise en place de rémunérations incitatives à la création de valeur (*stock options* par exemple).

La financiarisation des stratégies désigne ainsi ce processus de subordination des stratégies des firmes à la valorisation du capital financier, médiatisé par les marchés financiers. Ainsi, les managers et les gestionnaires de fonds auraient utilisé les principaux résultats de la théorie de l'agence pour faire évoluer les objectifs des firmes ainsi que les stratégies pour les atteindre (Fligstein, 2001 ; Dobbin et Zorn, 2005 ; Morin, 2006). En effet, les travaux de la théorie de l'agence, notamment Jensen et Meckling (1976), Jensen (1984, 1986) et plus récemment Tirole (2006), ainsi que les travaux sur la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny, 1989) la firme n'est qu'un nœud de contrats, et la relation entre managers et actionnaires y est critique, du fait de l'existence d'asymétries informationnelles, les actionnaires risquant dans cette représentation d'être expropriés par le manager, qui pourra rechercher à utiliser sa rente informationnelle pour se maintenir au pouvoir en mettant en œuvre des stratégies visant, non pas la maximisation de la valeur de la firme, mais sa survie (donc moins rentables car moins risquées, le manager étant supposé risquer adverse). Or dans la théorie de l'agence, les firmes sont d'autant mieux gérées qu'elles ont pour objectif la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, le modèle anglo-saxon apparaissant comme le

*one best way* pour la protection des actionnaires minoritaires (voire les travaux de type Law and Economics tels que Laporta *et alii*, 1998, 1999a, 1999b). Le contrôle du manager via les conseils d'administration et le marché du contrôle devient un moyen d'éviter les problèmes d'agence. Jensen (1986) souligne le rôle disciplinant du marché du contrôle et du risque d'OPA, amenant les *managers* à suivre l'intérêt des actionnaires, notamment en redistribuant les *free cash flows* aux actionnaires qui peuvent les allouer de façon plus efficace que les *managers*, susceptibles de les affecter à des investissements non rentables.

Les normes de la valeur pour l'actionnaire, issues de la théorie de l'agence, se sont diffusées par le biais des investisseurs institutionnels, bien que certains auteurs critiquent cette vision restrictive de la firme (Blair, 1995 ; Charreaux et Desbrières, 1998 ; Charreaux, 2002 ; Aglietta et Rébérioux, 2004). L'*Economic Value Added* (EVA) est la plus symbolique de cette nouvelle norme : l'entreprise ne crée de la valeur que lorsque les profits nets opérationnels après impôts sont supérieurs au coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire la somme du coût de l'endettement et de la rentabilité moyenne des capitaux propres donnée par le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers. Il mesure donc un surprofit, qu'il s'agit de maximiser.

Cet objectif et la financiarisation sont susceptibles d'avoir des conséquences non négligeables sur le modèle productif et la stratégie des firmes selon Batsch (2002, p.76 et p.93) via les normes financières : économies de capitaux propres, effets de leviers importants, externalisation de la chaîne de valeur, concentration sur les activités intenses en immatériel et les plus rentables, et un recentrage financier poussé par les investisseurs institutionnels : ceux-ci ayant pour métier de diversifier le risque, les firmes doivent l'assumer et se recentrer (voir aussi Batsch, 2003). Batsch (2003) souligne, comme Morin (2006) et Pérez (2003), le rôle de taux couperet que constitue la norme de rentabilité pouvant amener à une rationalisation des investissements. La valeur actionnariale conduit à sécuriser la rémunération des actionnaires et donc à reporter le risque de l'investisseur vers l'entreprise (Morin, 2006 ; Colletis et al., 2007). Lazonick et O'Sullivan (2000) ont montré que l'émergence de la valeur actionnariale a conduit à appliquer la règle du *downsizing and distribute* : les firmes non rentables ont multiplié les stratégies de cessions d'actifs (recentrage, économies de capital) et d'effectifs tout en rachetant des actions. Fligstein et Shin (2004) ont montré que la conception du contrôle actionnariale aux Etats-Unis avait conduit à la multiplication des opérations de fusions, scissions et de licenciements. Ces travaux rappellent la thèse du parasitisme de la finance développée par Veblen (1904), qui critiquait le pouvoir des financiers (banques d'investissements, managers, spéculateurs...) sur le système industriel, qui étaient plus intéressés à la valorisation boursière qu'à l'efficacité générale du système productif. Ceux-ci mettaient alors en place des opérations de prédation (OPA, OPE...), qui pouvaient s'avérer déstabilisatrices pour l'organisation industrielle. De leur côté, Froud et *alii* (2006) défendent la thèse selon laquelle la financiarisation n'a pas d'effet mécanique sur la stratégie, celui-ci est médiatisée par les récits (« narratives ») que les dirigeants mettent en place pour convaincre leurs actionnaires. Ainsi, si les actionnaires croient aux discours des dirigeants, notamment la crédibilité du discours sur la stratégie de la firme par rapport au discours général sur l'industrie, et si les résultats financiers sont satisfaisants, les managers peuvent mettre en œuvre des stratégies relativement autonomes et spécifiques.

Palpacuer *et al.* (2006) défendent une thèse plus nuancée, en montrant que les multinationales de l'agroalimentaire convergent sous le double effet des attentes des investisseurs institutionnels et de la globalisation vers un modèle avec une forte capitalisation, des positions de *leadership* mondial sur des marques fortes, une stratégie de *pure player* de façon à focaliser les ressources pour atteindre les positions de *leader* et une croissance régulière permettant d'assurer des résultats financiers élevés. Ils montrent que la recherche de

positions dominantes par le biais d'acquisitions internationales nécessite, pour les financer, de se soumettre de façon plus importante aux injonctions des investisseurs institutionnels et de maintenir un cours de bourse élevé. C'est l'interaction entre globalisation et financiarisation qui modifient les normes de la concurrence qui expliquerait l'évolution des modèles productifs plutôt qu'un mouvement uniforme uniquement lié à la finance.

Afin d'étudier l'influence de la financiarisation sur les modèles productifs et les stratégies, nous allons nous focaliser sur l'industrie pharmaceutique, car c'est un secteur où les coûts fixes en R&D sont élevés, du fait d'une réglementation imposant des essais cliniques longs et coûteux pour les médicaments, puisqu'il faut entre 10 et 12 ans pour mettre un médicament sur le marché. Or le processus de financiarisation est de nature à imposer une contrainte de rentabilité financière élevée sur les groupes et de retour sur investissement rapide de nature à remodeler fortement les modèles d'affaires traditionnels des groupes, voire à remettre en cause les conditions de viabilité à long terme des modèles et de l'innovation. Dans cet article, nous défendons une thèse proche de Palpacuer et al. (2006) : dans le cas de l'industrie pharmaceutique, c'est l'interaction entre les dynamiques de concurrence liées aux spécificités sectorielles et le processus de financiarisation qui explique la transformation des modèles productifs. De plus, si on observe une convergence relative ou une hybridation entre les modèles productifs des firmes dominantes de l'industrie, il n'y a pas homogénéisation totale. Nous soutenons que la financiarisation dans l'industrie pharmaceutique couplée à la concurrence et la recherche de position dominante explique la référence commune pour les managers des grands groupes à une conception du contrôle fonctionnant comme et qui structure les modèles productifs, le modèle *blockbuster*. Un *blockbuster* se définit comme un médicament éthique (un médicament de prescription protégé par un brevet), générant au minimum un milliard de dollars de chiffre d'affaires par an. Enfin, la thèse du parasitisme est en partie amendée : les normes de rentabilité financières et l'augmentation de la distribution de valeur pour l'actionnaire n'ont pas amené une réduction des investissements en R&D ; néanmoins l'adoption de cette conception du contrôle a en partie fragilisé les modèles productifs et explique une partie de la crise actuelle de l'industrie.

Afin d'étayer cette thèse, nous proposerons tout d'abord une grille d'analyse institutionnaliste des modèles productifs et de l'industrie (1), que nous appliquerons pour montrer tout d'abord que c'est historiquement les spécificités du rapport commercial qui structurait la forme particulière de l'ancienne conception du contrôle (2), pour ensuite étudier le processus de financiarisation (3), ses conséquences sur les modèles productifs (4) et la structure institutionnelle de l'industrie, et ses effets sur la crise de l'industrie pharmaceutique (5). Nous terminerons enfin en montrant les évolutions probables des modèles productifs (6) pour ensuite conclure.

## **1. Une approche institutionnaliste historique des modèles productifs et du secteur**

L'analyse des transformations des modèles productifs consécutives au processus de financiarisation, qui est un processus historique de changement institutionnel, nécessite de disposer d'une théorie du changement institutionnel et organisationnel. Le recours à l'institutionnalisme historique<sup>1</sup>, dont l'objet est l'analyse des dynamiques économiques et du changement institutionnel, se justifie donc. Néanmoins il n'existe pas de théorie

---

<sup>1</sup> Pour une taxonomie des différentes formes d'institutionnalismes, voir Théret (2000) et Billaudot (2005).

communément partagée des modèles productifs et des secteurs, nous construirons notre propre grille à partir de l'approche des modèles productifs de Boyer et Freyssenet (2000), de l'approche politico-culturelle de Fligstein (2001) et de la grille de Jullien et Smith (2008).

### **a. Institutions et firmes dans l'économie industrielle institutionnaliste**

Les premières approches institutionnalistes sont issues des travaux des institutionnalistes classiques américains : Veblen (1898 ; 1904) et Commons (1924 ; 1931 ; 1934). Aujourd'hui la Théorie de la Régulation (TR) apparaît comme l'un des principaux courants relevant de l'institutionnalisme historique, et en cela, continuant ainsi le projet de l'économie institutionnelle des fondateurs. L'institutionnalisme historique se fonde par l'acceptation d'hypothèses contraires à l'économie orthodoxe :

- rejet de l'hypothèse de rationalité absolue : les agents ont une rationalité située, façonnée par leur environnement social, ce sont des « esprits institutionnalisés » (Commons, 1934). Pour Veblen comme pour Commons, les agents suivent des habitudes de pensée et des règles partagées qui orientent leurs pratiques. Ces habitudes et règles sont des institutions. On se rapproche donc plutôt d'une hypothèse de rationalité procédurale ou limitée (Simon,...). Il en découle que les agents ne peuvent maximiser leur profit ou leur utilité, mais se contentent d'atteindre un objectif « satisfaisant ». Plus important encore, les fonctions de préférences, les intérêts et les critères de performance des agents sont socialement construits et endogènes ;
- l'hypothèse d'incertitude radicale : les agents ne connaissent pas l'ensemble des états du monde possibles et ne peuvent donc leur affecter une probabilité objective, car ils se situent dans un temps historique et irréversible, d'où peut surgir des événements uniques et nouveaux. De plus, les croyances peuvent s'avérer auto-réalisatrices ;
- les approches reposant sur l'institutionnalisme historique que les intérêts entre agents et classes sont irrémédiablement contradictoires, l'économie est donc intrinsèquement soumise aux conflits d'intérêts.

Dans ce contexte, c'est le concept d'institution qui permet d'analyser le comportement des agents et lever les indéterminations liées à l'incertitude et aux conflits d'intérêt. L'institution désigne l'ensemble des règles, habitudes, manières de penser partagée par une communauté qui orientent et contraignent les actions des agents économiques. Ainsi, Commons la définit même comme « *l'action collective en contrôle, libération et expansion de l'action individuelle* » (1931) : « action collective » car l'institution est le produit de l'action collective et est partagée par une communauté ; « en contrôle » car l'institution est en partie extérieure à l'agent et le contraint dans son action, par le biais de sanctions et du pouvoir ; « libération » parce que l'institution lève l'indétermination des actions car elle crée au travers des modèles qu'elle véhicule, de la prévisibilité des actions d'autrui (chacun connaît la règle et chacun sait que les autres connaissent la règle) et protège l'agent dans son action en faisant respecter ses droits ; « expansion » car l'institution rend possible des actions que seraient impossibles autrement (ainsi, un PDG d'une multinationale n'aurait jamais le pouvoir de commander à des milliers de salariés sans l'institution de la société anonyme). Si les agents ont des intérêts contradictoires, ils ont intérêt à coopérer et à se coordonner pour pouvoir effectuer des transactions. Les institutions permettent de créer un ordre qui permet de réguler les conflits (sans les faire disparaître) et ainsi de permettre la coopération et les transactions économiques.



Entrent dans la définition de l'institution aussi bien les habitudes, les coutumes, les croyances, les règles de droit (des constitutions aux réglementations en passant par les lois) et que les organisations. Les organisations, comme les firmes, sont des institutions particulières : ce sont des « *going concern* », ou collectifs dynamiques organisés. Ce terme signifie un système dynamique visant à sa propre reproduction, au sein duquel les membres sont impliqués et partagent l'intérêt pour sa reproduction. Le *going concern* fonctionne sur des règles internes, l'autorité hiérarchique et par la politique. En effet, la politique est nécessaire pour maintenir l'ordre et régler les conflits, comme l'indique Théret (2003) : « *A l'intérieur de l'organisation elle-même, comme pour l'organisation prise comme un tout, la politique est là aussi fondée sur l'une ou l'ensemble des trois sanctions de la force soit la morale, soit l'économique, soit encore physique* » (p.).

Les firmes sont des *going concern* économiques : elles sont à la fois *going plant*, c'est-à-dire des unités productives, et *going business*, c'est-à-dire qu'elles sont orientées vers la recherche de gains pécuniaires. C'est le *going concern*, c'est-à-dire la nature politique de l'organisation qui assure l'unité entre le *going plant* (production de valeur d'usage) et le *going business* (production pour le profit et de valeur d'échange).

A partir de ces éléments, nous allons construire une grille d'analyse des modèles productifs et de l'industrie.

## ***b. Une approche synthétique des modèles productifs et de l'industrie***

Les concepts de modèle d'affaires ou de modèle productif sont relativement récents et peu utilisés par les universitaires. Par commodité, nous considérerons ces deux concepts comme équivalents. En nous fondant sur la définition de Boyer et Freyssenet (2000) du modèle productif et celle de Chesbrough et Rosenbloom (2002) sur les modèles d'affaires, nous définissons un modèle productif comme un mode dominant de gestion de l'incertitude de marché et de travail et d'extraction du profit par la firme assurant sa viabilité à long terme (voir aussi Porter (2004) et Lecoq *et al.* (2006)). En effet, une firme ne peut se reproduire dans un univers concurrentiel qu'en atteignant un taux de profit au moins égal au taux de profit moyen. Toute firme dans un environnement capitaliste est en effet soumise à deux incertitudes fondamentales : l'incertitude du marché, c'est-à-dire sur les débouchés et l'incertitude de travail, c'est-à-dire le problème de l'efficacité X de Liebenstein (1966) et du conflit inhérent au rapport salarial. Sous ces hypothèses d'incertitude et de rationalité limitée et située des agents (Boyer, 2003), l'optimisation est impossible : ce sont des objectifs plus simples, « satisfaisants » au sens de Simon ou normaux qui s'imposent. En suivant Boyer et Freyssenet (2000), un modèle productif se caractérise par la combinaison d'une stratégie de profit, c'est-à-dire un mode d'extraction fondé sur les sources de profit exploitables et complémentaires par l'entreprise (économies d'échelle, de gamme, rentes d'innovation, baisse des coûts), et de moyens pour y parvenir incluant une politique produit, une organisation productive (degré d'internalisation, régimes de coopération, forme de la division du travail), une relation de travail (règles d'embauche et d'avancement, salaires, protection sociale). La version initiale de Boyer et Freyssenet n'intégrait pas la question financière. Nous l'introduisons avec le concept de politique financière ; par politique financière, on entend l'ensemble des pratiques et routines internes à la firme guidant l'allocation du capital, le financement de l'activité et déterminant un niveau de risque et de rentabilité de la firme. Elle inclut aussi bien les choix d'allocation de trésorerie, les modes de financement, les critères de décision d'investissement, l'utilisation de fusions-acquisitions et le degré d'autonomie

financière des filiales. La politique financière influence également la diversification des activités, puisque le degré de diversification détermine le niveau de rentabilité et de risque de l'entreprise.

L'extraction durable d'un taux de profit positif suppose que premièrement que les sources de profit puissent être combinées ensemble, deuxièmement que les moyens mis en œuvre soient cohérents avec cette stratégie et troisièmement que la stratégie soit adaptée à l'environnement concurrentiel de la firme. Le fait que les moyens sont complémentaires peut se comprendre comme l'équivalent d'une complémentarité institutionnelle (Amable et Palombarini, 2005 ; Aoki, 2001) qui se formalise comme une forme de supermodularité (Milgrom et Roberts, 1990) : ainsi, l'efficacité d'une stratégie de profit fondée sur l'innovation (produit) est d'autant plus efficace qu'on met en place une politique produit promouvant des produits nouveaux anticipant ou créant une nouvelle demande, ce qui suppose une organisation productive laissant une autonomie relative aux salariés pour accumuler des connaissances avec une relation salariale fondée sur des salaires élevés et des relations durables afin d'attirer et retenir des salariés qualifiés aux compétences très spécifiques et une politique financière impliquant d'investir fortement en R&D et en capital fixe par autofinancement. Inversement, une stratégie de profit fondée sur les volumes suppose une politique produit utilisant des produits standards de qualité moyenne plutôt typique d'un marché émergent, impliquant une faible autonomie des salariés et des salaires relativement élevés pour attirer des salariés et leur faire accepter des conditions de travail pouvant être pénibles. Autrement dit, tous les modèles ne sont pas cohérents : par exemple, il est très probable qu'un modèle qui importerait les meilleures pratiques dans différents domaines de l'organisation productive, de la relation salariale, de la politique financière et produit serait incohérent. Toutes les pratiques mises ensemble ne donnent pas toujours un modèle viable. Ainsi, un modèle productif cohérent est l'exception, impliquant une forme de dépendance de sentier : un modèle change peu, car sa réussite amène à sa reproduction et parce que le changement de modèle suppose une transformation radicale à la fois de la stratégie de profit, de l'organisation productive, de la politique produit, de la politique financière et de la relation salariale. Dans le cadre des modèles productifs de Boyer et Freyssenet (2000), les moyens ne peuvent être mis en œuvre qu'à la condition qu'un compromis de gouvernement d'entreprise s'institutionnalise entre les différentes parties prenantes de la firme, à savoir manager, salariés et actionnaires, afin que les règles soient acceptées par les agents. Ce compromis est la cristallisation du conflit entre les intérêts contradictoires des différentes parties prenantes de l'entreprise et l'émergence d'un compromis est la condition de la régulation de ce conflit. De notre point de vue, la notion de compromis de gouvernement d'entreprise inclut de celle de gouvernance d'entreprise et sans pour autant s'y réduire : la gouvernance d'entreprise, qui correspond à l'ensemble des règles et normes organisant le contrôle de la direction de l'entreprise et la distribution des pouvoirs des parties prenantes, est structurée et structurante du compromis de gouvernement d'entreprise, au sens où elle ordonne les conflits d'intérêts et leur résolution dans l'entreprise ; le mode de gouvernance influence donc les rapports de force et donc la forme du compromis sans pour autant déterminer son contenu, tandis que le mode de gouvernance est largement le produit des compromis passés. Mais le compromis de gouvernement d'entreprise n'est pas nécessairement entièrement formalisé dans la structure de gouvernance, il l'est aussi dans les routines de la relation salariale, de l'organisation productive et plus généralement dans les représentations partagées par les parties prenantes de l'entreprise.

Cette approche implique qu'il n'existe pas de modèle optimal, mais plusieurs modèles productifs constituant des solutions durables au problème de survie de la firme en univers



incertain, car aucune firme ne peut exploiter en même temps l'ensemble des sources de profit et parce que les compromis de gouvernement d'entreprise peuvent prendre des formes originales : une même stratégie de profit peut être compatible avec des compromis de gouvernement d'entreprise différents.

Dans l'approche de Boyer et Freyssenet (2000), l'environnement est décrit par « le mode de croissance et de distribution du revenu national », qui permet de déterminer quelles stratégies de profit sont possibles dans cet environnement. Cette approche insiste donc sur la prégnance des modes de régulation nationaux et des régimes de croissance macro-économiques sur les firmes, comme d'ailleurs le propose les approches de la variété du capitalisme (Hall et Soskice, 2001). Ainsi, dans une même industrie peuvent coexister durablement différents modèles productifs, selon leur origine nationale. Et plusieurs stratégies de profit peuvent être compatibles entre elles, ce qui implique que la convergence vers un modèle productif unique est improbable. Cependant, d'une industrie à l'autre, les formes institutionnelles du secteur peuvent fortement modifier les conditions de pertinence externe des stratégies de profit. Prenons l'exemple des secteurs de l'aéronautique et de la défense : il va de soi que les conditions de pertinence externes sont directement liées à la politique de l'Etat par rapport au secteur. Ceci est tout aussi valable pour l'industrie pharmaceutique : les systèmes d'assurance-maladie et la réglementation créent des médiations entre les niveaux macro et méso qui permettent un bouclage relatif du secteur sur lui-même et modifient les conditions de pertinence des stratégies de profit. Ainsi, à côté des modes de régulation nationaux et/ou des systèmes nationaux d'innovation, il existe des systèmes sectoriels d'innovation et des modes de régulation sectoriel qui s'articulent à ces derniers tout en possédant un bouclage relatif. Le cas de l'industrie pharmaceutique est archétypique de ce phénomène (McKelvey et Orsenigo, 2001).

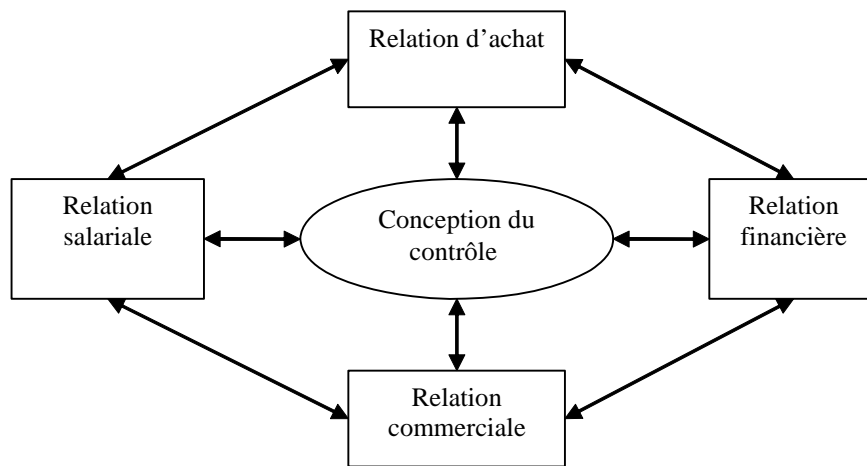
L'originalité de notre travail est de croiser la question du modèle d'affaires/productif avec celle d'une approche sectorielle (Fligstein, 2001). Il faut donc spécifier dans la grille d'analyse l'échelle sectorielle. Le secteur est l'environnement pertinent, en termes de contraintes et d'opportunités, dans lequel se meut une firme, donc dans lequel son modèle productif trouve ou non sa pertinence. En nous fondant sur Fligstein (2001) et Jullien (2004) on peut reconstruire une grille des modèles productifs et des secteurs. Les secteurs sont en effet des champs, c'est-à-dire des sous-espaces sociaux dans lequel des agents que sont les firmes sont en concurrence pour la domination et l'appropriation du capital. Comme tout champ, les secteurs industriels sont des constructions sociales, organisés par des institutions. Une industrie ne peut durablement se reproduire que si des institutions garantissent la continuité des transactions marchandes entre les firmes et ses principaux apporteurs de ressources (consommateurs, financeurs, fournisseurs et salariés). Comme le note Fligstein (2001), aucune firme ne peut survivre à une trop grande instabilité des prix ou de la concurrence. Pour cela, les *managers* et leurs firmes cherchent à se prémunir de deux instabilités fondamentales des marchés : *primo* le risque de baisse des prix, *secundo* le risque de conflit interne à l'organisation. *Les firmes cherchent donc toujours à se soustraire à la concurrence pour assurer leur survie, avant de chercher à maximiser leur profit.* De même, comme le notent Jullien (2004) et Jullien et Smith (2008) en suivant en cela Commons (1934), dans toute transaction (marchande ou non) les agents sont solidaires en ce qu'ils doivent se coordonner pour réaliser leurs fins et sont en même temps en conflit, notamment sur le partage de la valeur. Cette contradiction ne peut se résoudre que par l'institution qui médiatise les comportements des protagonistes, protège leur liberté et donc permet l'action individuelle et les transactions. Fligstein de son côté en déduit que quatre institutions sont nécessaires à la reproduction des marchés :

- les droits de propriété font référence au contrôle de l'entreprise et à l'appropriation du profit les droits de propriété. Fligstein souligne que les droits de propriété sont le produit de luttes politiques et non des droits "naturels";
- les structures de gouvernance, qui sont l'ensemble des règles organisant la concurrence et la coopération des firmes au sein d'un secteur (règles antitrust, institutions formelles de contrôle de la concurrence par exemple) ;
- les règles d'échange, qui sont l'ensemble des règles liées à la sécurité des transactions et la définition de la qualité des produits ;
- les conceptions du contrôle, qui sont des représentations collectives (conventions) des managers portant sur la manière dont s'organise le secteur, les contraintes afférentes aux firmes et les pratiques et les stratégies pertinentes compte tenu de ces contraintes. Ces représentations fonctionnent comme violence symbolique entre les firmes dominantes et les firmes dominées, en stabilisant les rapports de domination et de concurrence. En tant que conception ou croyance dans ce qu'est et doit être une firme et la « bonne » stratégie, elles influencent directement le modèle d'affaires.

Cependant, la limite de Fligstein est de se centrer principalement sur le marché final et le contrôle capitalistique de la firme, en oubliant le marché des fournisseurs et les marchés du travail. En suivant Jullien (2004) et Jullien et Smith (2008), on peut considérer que toute industrie se structure autour de quatre rapports institutionnalisés (RI) fondamentaux : relation commerciale, relation d'achat, relation financière et relation de travail. Ces rapports sont structurés autour de la contradiction du couple coordination/conflit de toute transaction, qui est dépassée par l'institutionnalisation d'un compromis ou une convention (couple compromis/convention) validant un certain rapport de domination entre les parties prenantes de la relation (couple coopération/coercition). Ces rapports s'institutionnalisent par le biais d'un travail politique des acteurs et d'actions collectives, éventuellement validées par l'Etat et les pouvoirs publics pour résoudre les problématiques productives et politiques. Ainsi, dans notre approche synthétique, chaque rapport est caractérisé par les « 6Cs » mis en avant par Fligstein qui s'institutionnalisent en règles d'échanges, droits de propriété et structures de gouvernance. L'articulation des quatre RI définit à son tour, après des luttes internes aux entreprises la conception du contrôle du secteur. Ces institutions définissent les contraintes et les conditions d'accès ressources qui encadrent les firmes et donc la pertinence de leur modèle productif : en effet la relation commerciale influence les possibilités de mettre en œuvre la stratégie de profit et la politique produit, la relation salariale définie au niveau du secteur conditionne la relation d'emploi dans l'entreprise, la relation financière conditionne la politique financière et la relation d'achat conditionne l'organisation productive. Il existe donc une forme d'homologie structurale entre les rapports noués au niveau du secteur et ceux qui se nouent à l'échelle de la firme. Les RI ne sont pas seulement des médiations entre les parties prenantes, elles structurent également les rapports de domination interfirmes. Les RI conditionnent l'adoption de pratiques et de stratégies par les firmes, donc l'adoption des modèles productifs. La viabilité des modèles productifs doit ici s'analyser comme dans la grille de Boyer et Freyssenet (2000) au travers de la cohérence interne des moyens mis en œuvre et de la pertinence externe de la stratégie de profit à son environnement concurrentiel. Cette pertinence externe s'analyse à la fois par rapport aux RI et par rapport aux positionnements relatifs des firmes dans le secteur : dans un secteur stabilisé (c'est-à-dire pas dans un secteur émergent) une firme dominée ne peut mettre en œuvre une stratégie de profit équivalente à une firme dominante, et cette différence de stratégie a tendance à reproduire relativement les positions.

Dans ce cadre, la financiarisation est conçue comme une transformation des règles du droit de propriété de la relation financière et la domination des normes de la valeur actionnariale sur la conception du contrôle dominante du secteur. Plus précisément, en modifiant le contrôle des sociétés et leur gouvernance, la financiarisation modifie de fait les règles du jeu concurrentiel dans le secteur, et ce qui peut par conséquent transformer la hiérarchie des firmes et les autres rapports institués. Par ailleurs, constituant un nouvel environnement institutionnel et concurrentiel, et étant donné les modifications de la structure actionnariale, la financiarisation peut modifier les compromis de gouvernement d'entreprise compte tenu du pouvoir des investisseurs institutionnels offert par la propriété et la liquidité des marchés d'actions, et par suite les modèles productifs, au travers d'une politique financière différente pouvant amener des évolutions dans l'organisation productive, la stratégie de profit ou la relation d'emploi.

**Figure 1 : Rapports institués et conception du contrôle**



Les rapports institués sont structurants de la conception du contrôle, qui en retour guide les stratégies des firmes du secteur pour adapter la contrainte concurrentielle posée par les rapports institués. Le secteur est stabilisé quand les rapports sont complémentaires et cohérents, ce qui conduit à une conception du contrôle stable.

**Figure 2 : chaque rapport s'institutionnalise par les quatre institutions de Fligstein**

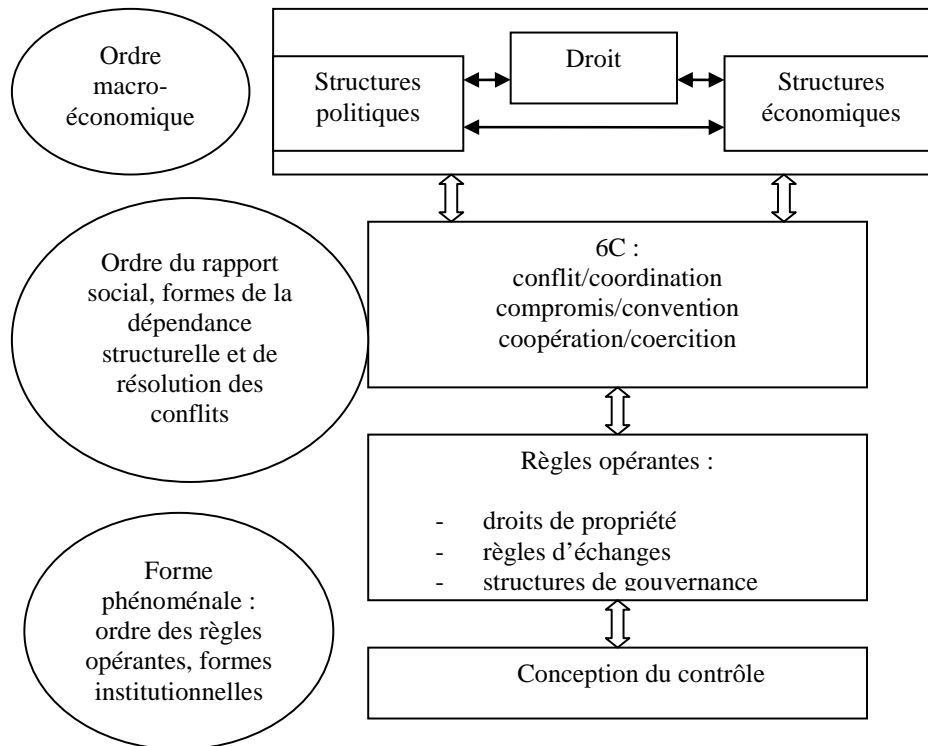
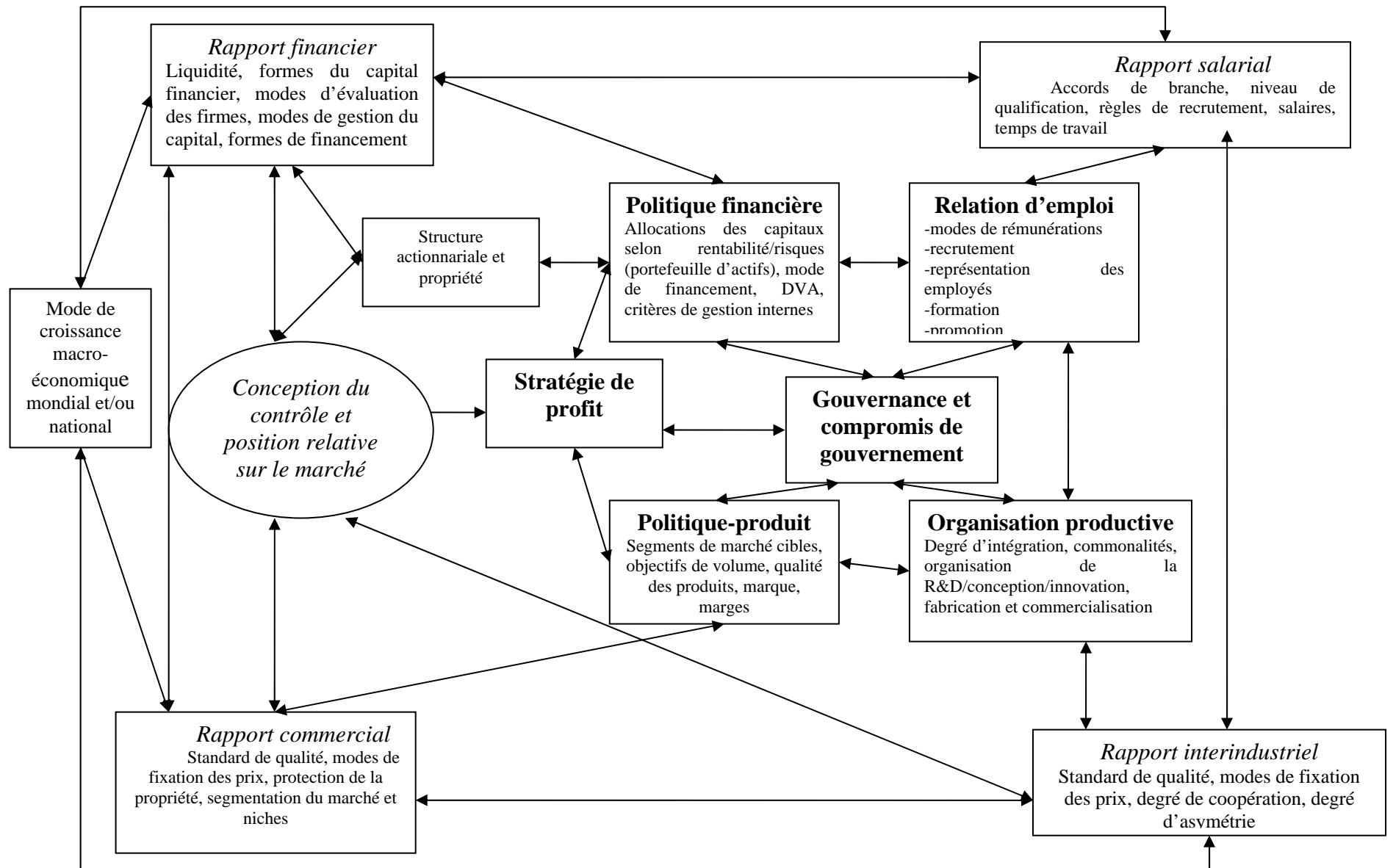


Figure 3 : l'articulation entre modèle productif et secteur



Nous n'étudierons pas ici la relation salariale (au niveau des firmes et du secteur) et l'ensemble des compromis de gouvernement d'entreprise. Nous nous contenterons ici d'analyser la structure des relations commerciales, d'achats et financière et leurs implications sur les modèles productifs, mais nous n'analyserons pas le travail politique conduisant à l'évolution des RI, nous renvoyons pour cela à nos propres travaux (Montalban, 2007 ; 2008) et quelques autres (Chauveau, 1999 ; Froud et alii, 2006 ; Hauray, 2006).

Pour mettre en œuvre cette grille, nous avons étudié ici 43 groupes pharmaceutiques. Cet échantillon comprend aussi bien des firmes américaines, qu'européennes et japonaises. Mais notre grille faisant jouer un rôle déterminant aux firmes dominantes, les firmes dominées devant se positionner par rapport à elles, nous nous focaliserons plus particulièrement sur le sous-échantillon des 15 plus grandes de ces sociétés « les *Big Pharma* », qui constituent l'oligopole dominant qui structure l'ensemble du secteur. Pour caractériser la relation financière, outre l'analyse de la réglementation, nous avons utilisé des données comptables et financières tirées des rapports annuels et des bases données de *Thomson Financials* (*One Banker Ownership* sur les structures actionnariales de l'ensemble des groupes, *One Banker Analytics* sur les données financières des groupes complétant les rapports annuels, *SDC Platinum* sur les fusions acquisitions). Afin de déterminer le mode d'évaluation des analystes financiers, nous avons utilisé la base *Investtext Plus* qui recense l'ensemble des rapports des analystes financiers sur les sociétés, les rapports de *Reuter Business Insight* qui nous donne l'opinion des consultants de Reuter sur l'industrie. Pour analyser le rapport commercial, nous avons étudié la réglementation de l'industrie et ses pratiques, ainsi qu'utilisé les données de la *Food and Drug Administration* (FDA) pour les Autorisation de Mises sur le Marché (AMM) de médicaments, sur les bases d'*IMS Health* et *Datamonitor* pour certaines données sur les marchés pharmaceutiques. Enfin, pour mettre en avant les différents modèles productifs de l'industrie, nous avons effectué une revue de presse, nous avons utilisé les données des rapports annuels, et effectué des Analyses en Composantes Principales ainsi que quelques entretiens.

Nous allons d'abord décrire la structure du rapport commercial, qui se trouve être le rapport hiérarchiquement dominant dans ce secteur afin de déterminer l'environnement institutionnel des groupes pharmaceutiques et les sources de profit exploitables. Ensuite nous décrirons les transformations de la relation financière et la manière dont elle est de nature à impacter les modèles.

## **2. Rapport commercial de l'industrie pharmaceutique et l'ancienne conception du contrôle : les conditions de la croissance et de la rentabilité**

Les structures institutionnelles du secteur sont liées aux formes spécifiques du RI commercial, liées aux rôles des systèmes de santé et de la réglementation sanitaire sur les médicaments qui constituent le cœur des règles d'échange. Ces règles d'échange sont le produit de compromis politiques entre les intérêts de l'Etat, de l'industrie, des prescripteurs (professionnels de santé) et les patients, c'est-à-dire entre la rentabilité d'un côté et la santé publique de l'autre. Entre les patients, l'industrie et l'Etat, il existe un conflit possible sur la qualité des produits (risques d'effets secondaires...) et les prix, et en même temps, les agents sont dépendants les uns des autres (nécessité de se coordonner). Ainsi, s'il existe un doute sur la qualité des médicaments, le marché peut disparaître. Des règles d'échange ont peu à peu émergé : suite à de nombreux accidents thérapeutiques, les médicaments doivent répondre aux



critères de qualité, sécurité et montrer qu'ils agissent significativement sur l'organisme pour être commercialisés ; les industriels effectuent donc des essais cliniques très coûteux d'environ 6 ans, tandis que l'agence nationale du médicament (FDA aux Etats-Unis, AFSSAPS en France, EMEA au sein de l'Union Européenne) étudie les dossiers pour donner ou non l'Autorisation de Mise sur le Marché (AMM). Les réglementations et les agences sont nationales, mais des harmonisations sont mises en place (protocoles internationaux d'Helsinki sur « les bonnes pratiques d'essais cliniques » et « les bonnes pratiques de fabrication »), notamment à l'échelle européenne par le biais de l'agence européenne. Cependant, l'AMM ne peut être fournie que nationalement, même si les groupes peuvent demander des AMM « européennes ». La relation entre l'agence et l'industrie est donc relativement coercitive avec l'agence dominante, même si en pratique, il y a des interactions voire des coopérations régulières entre industriels et fonctionnaires, et même si les entreprises peuvent bénéficier d'informations que n'ont pas les agences. Les règles d'échange concernent aussi les systèmes de remboursement, de tarification et de séparation entre prescripteur/patient/payeur. La prescription est en général le fait du médecin, ce qui implique là encore une dépendance de l'industriel vis-à-vis du médecin, et du patient vis-à-vis du médecin. Il existe une relative communauté d'intérêts entre l'industrie et les professionnels de santé, ce qui implique une relation plutôt coopérative (ce qui se traduit par divers cadeaux de l'industrie à ces derniers pour inciter à la prescription). Ensuite, il existe en revanche des intérêts contradictoires entre les financeurs/payeurs (comme l'assurance-maladie) et les industriels, prescripteurs et patients, les premiers ayant intérêt à contrôler les dépenses, les seconds ayant intérêt à ce que les remboursements soient les plus importants possibles. Nous sommes donc loin de la figure habituelle de la transaction marchande. Le remboursement des médicaments par les systèmes de santé implique que les prix ne fonctionnent plus comme régulateurs de la demande, celle-ci augmentant en fonction des besoins. Il existe ainsi une forme de socialisation plus ou moins forte de la demande selon les pays.

Le cas du rapport commercial américain est très spécifique, car il fonctionne largement selon un système assurantiel privé. Les modes de tarification divergent de façon notable entre les pays : les prix sont réglementés, bas et négociés entre l'Etat et les industriels en France (les contrôles des prix étaient même très sévères avant les années 1990), ils sont déterminés en fonction d'une marge de profit minimale au Royaume-Uni, alors qu'aux Etats-Unis ils y sont libres et beaucoup plus élevés qu'ailleurs. En plus, la publicité sur les médicaments éthiques est interdite, sauf aux Etats-Unis. La taille du marché des génériques et de l'OTC dépend également très largement des politiques nationales ainsi que du système de brevet. Il existe donc une prégnance relativement forte de la régulation nationale sur le rapport commercial. Néanmoins, chacun des rapports commerciaux nationaux est marqué par l'existence d'un système de remboursement, par une réglementation obligeant la mise en place des essais cliniques pour obtenir une AMM et il existe un certain nombre d'harmonisations internationales sur des règles d'échange et des droits de propriété (Montalban, 2008).

On distingue trois catégories de médicaments : les médicaments éthiques sont des médicaments fournis sur prescription médicale et protégés par un brevet ; les médicaments génériques sont des copies de médicaments éthiques non protégés par des brevets ; enfin les médicaments *Over The Counter* (OTC) sont fournis sans prescription. La brevetabilité du médicament (relativement récente en réalité et fruit d'un combat politique permanent) définit ainsi les droits de propriété de la relation commerciale. L'AMM et les brevets créent des barrières à l'entrée, permettent d'extraire des rentes de monopole considérées comme une incitation à innover.

**Tableau 1 : Comparaison de l'indice du prix producteur entre plusieurs pays : le prix très élevé des médicaments aux Etats-Unis**

	1998	1999	2000	2001	2002
Espagne	77	72	70	72	77
France	85	86	83	81	83
Pays-Bas	ND	ND	83	84	92
Italie	88	82	82	85	86
Allemagne	109	103	94	90	94
Royaume-Uni	100	100	100	100	100
Etats-Unis	188	213	241	205	194

L'indice du prix producteur est calculé en pondérant le prix des produits par la part du produit dans les prescriptions au Royaume-Uni. La constitution d'un panier unique de médicaments pour chacun des pays autorise la comparaison des indices entre les pays.

Source : LEEM, PPRS, 7th report to Parliament, National Health Services

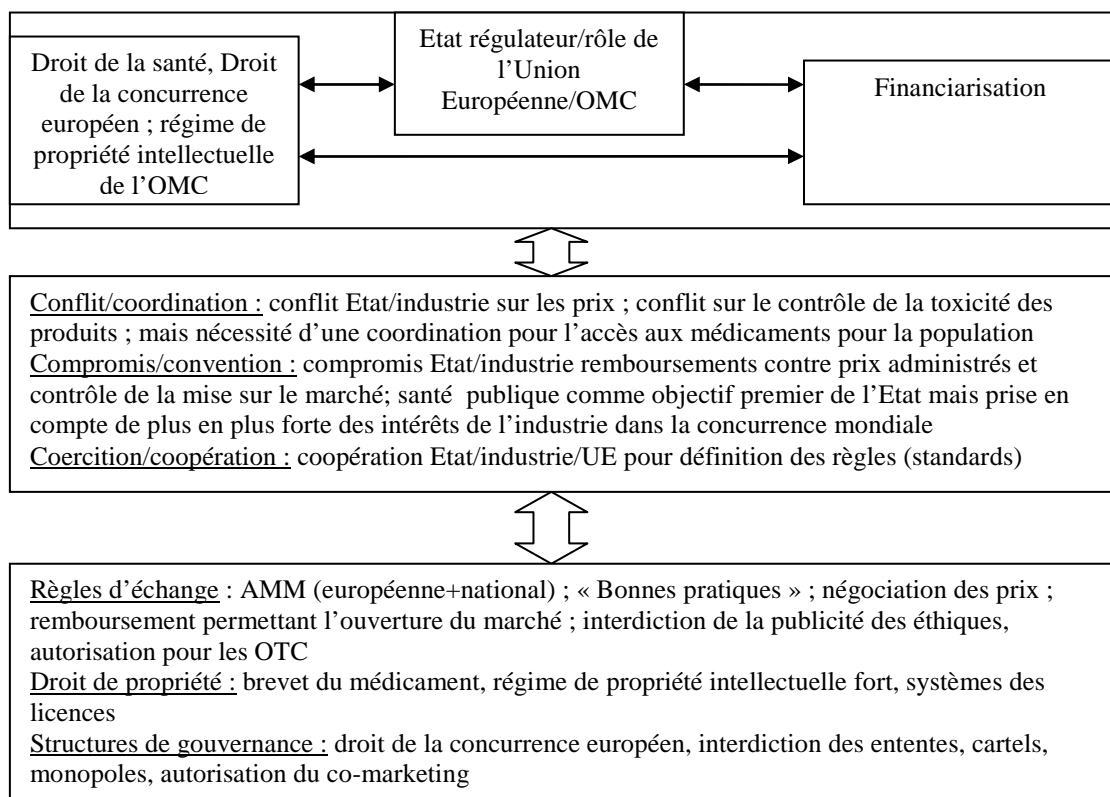
Nous analysons par notre cadre et les figures 4 et 5 le rapport commercial tel qu'il s'est construit par le travail politique des acteurs en France et aux Etats-Unis de nos jours. Pour ce qui est du cas de la France, le rapport est structuré par un système d'assurance-maladie public obligatoire, maintenant des prix relativement bas, une brevetabilité du médicament ainsi qu'une réglementation des médicaments et des AMM en accord avec le contexte européen. Enfin, les structures de gouvernance sont largement dépendantes du droit de la concurrence (européen pour ce qui est de la France), tandis que les médicaments génériques sont autorisés depuis la fin des années 1990. Dans le cas américain, le système de santé est largement privé et assurantiel, organisé le plus souvent par des *Health Maintenance Organization* autour de systèmes de « gestion de soins » ; en revanche, les patients très pauvres et les personnes âgés en incapacité sont pris en charge par les systèmes fédéraux Medicaid et Medicare. Les compromis à l'avantage de l'industrie permettent de garantir un système de prix libres et un régime de propriété intellectuelle très protecteur. Néanmoins, les structures de gouvernance de l'industrie dépendent à la fois des lois *antitrusts* et de l'*Hatch Waxman Act* qui organise la concurrence entre génériqueurs et entreprises produisant des médicaments de marques.

Les particularités du rapport commercial ont plusieurs conséquences pour les modèles productifs. L'incertitude sur les débouchés est relativement faible lorsqu'un médicament obtient son AMM, car les systèmes de santé assurent une forme de socialisation des débouchés qui permettent à la demande de croître de façon presque infinie, assurant des marchés de masse. Par ailleurs, les brevets et l'AMM assurent un pouvoir de monopole ; il en résulte que les principales sources de profit que le rapport commercial tend à faciliter sont l'innovation grâce au système des brevets, et les économies d'échelle (volume) de variété grâce à la croissance et la taille des marchés. En revanche, la baisse des coûts à volume constant, la qualité et la flexibilité productive ne sont pas des sources de profit qui sont de nature à être privilégiées dans la mesure où les marchés sont larges et relativement prévisibles ce sont donc plutôt l'innovation, les économies d'échelle et de variété qui permettent d'extraire les taux de profit les plus élevés dans cette industrie.

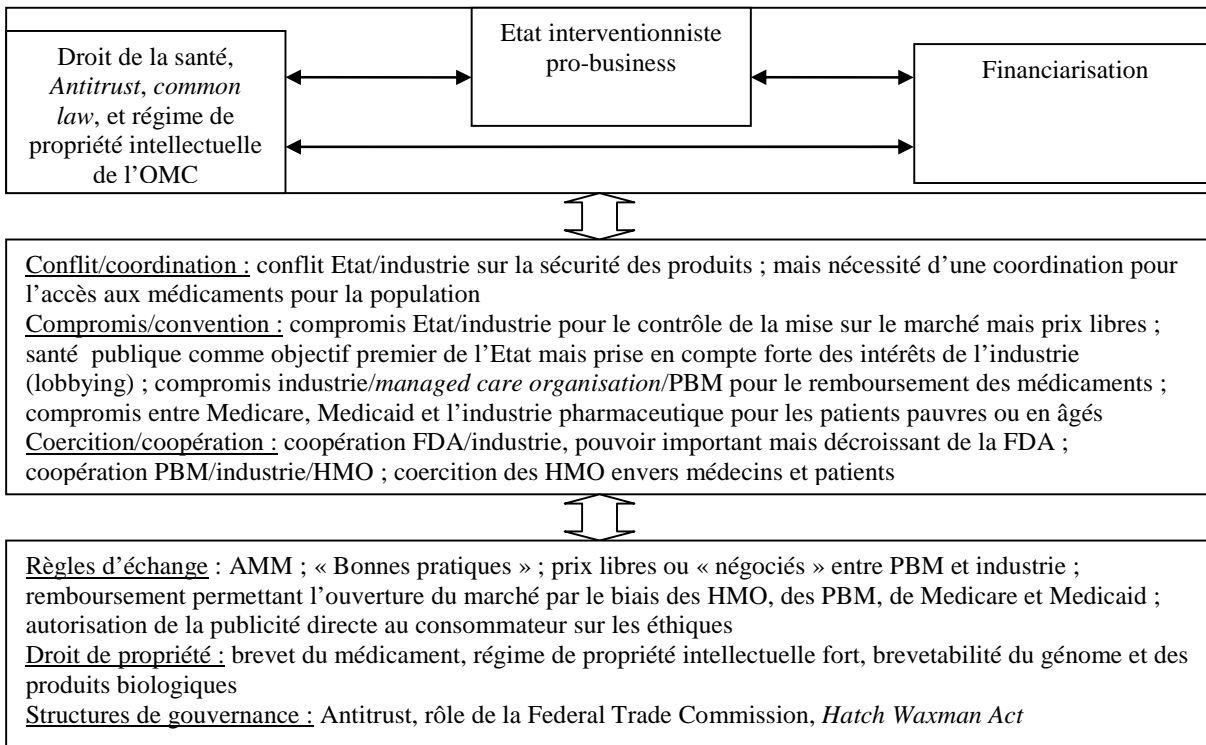
L'ensemble de ces règles ont permis d'assurer une certaine stabilité de la hiérarchie de marché et donc l'accumulation du capital sur le long terme. Historiquement, la conception du contrôle de l'industrie dans les années 1980 jusqu'aux débuts des années 1990 était fondée sur la protection du brevet visant à extraire des rentes de monopole. Les modèles productifs qui ont historiquement prévalu jusqu'à la fin des années 1980 étaient des modèles de firmes verticalement intégrées et relativement diversifiées dont la stratégie visait à mettre sur le

marché des médicaments éthiques innovants, assurant l'autofinancement des coûts fixes de R&D élevés de la firme, tout en se diversifiant pour dans des activités connexes. Le degré d'intégration verticale s'expliquait par la nécessité de protéger les innovations et les essais cliniques, les technologies de criblage des molécules communes entre chimie et pharmacie. Beaucoup de groupes étant le produit de diversifications vers l'aval de l'industrie chimique, leur portefeuille d'activités était très diversifié, notamment dans la chimie et l'agrochimie. Ainsi, certains groupes allemands, suisses ou français étaient des conglomérats (Bayer, Hoechst ou Rhône Poulenc par exemple). Ces conglomérats poursuivaient donc des stratégies de profit de type « *innovation et variétés* ». L'industrie pharmaceutique a longtemps été un secteur peu concentré, essentiellement à cause du nombre de pathologies humaines à traiter et du nombre de thérapies (Hamdouch et Depret, 2001).

**Figure 4 : le rapport commercial dans l'industrie pharmaceutique en France aujourd'hui**



**Figure 5 : le rapport commercial dans l'industrie pharmaceutique aux Etats-Unis**



Plusieurs mouvements se sont cumulés amenant à une reconfiguration profonde des modèles productifs et de la conception du contrôle : l'entrée dans l'ère de la financiarisation et de la valeur actionnariale, l'évolution des systèmes de santé et du marché américain et la révolution des biotechnologies et de la génomique ainsi que le régime des droits de propriété intellectuelle.

### **3. La financiarisation des stratégies des groupes pharmaceutiques : droits de propriété, investisseurs institutionnels et valeur actionnariale**

Dans cette partie, nous allons analyser la relation financière de l'industrie et l'évolution des structures actionnariales des grands groupes pharmaceutiques afin de mieux comprendre les contraintes exercées par les nouvelles règles de la finance et les investisseurs institutionnels sur les stratégies. Nous avons dit que par le passé, les groupes étaient relativement diversifiés ; or la diversification est en général critiquée par les analystes financiers, ainsi que par la théorie de l'agence, en ce qu'elle peut impliquer des stratégies ne maximisant pas la valeur actionnariale mais cherchant plutôt à assurer la survie de la firme. Pourtant, cette stratégie fut celle de l'industrie pendant plus d'un siècle. Ce degré important de diversification s'expliquait en partie par la perte de pouvoir des actionnaires liée au renoncement du contrôle pour la liquidité (Berle et Means, 1932), ainsi qu'à des structures de la propriété relativement protégées en Europe et au Japon, la théorie de l'agence montrant que lorsque la propriété est concentrée et que le contrôle appartient au manager ou à des actionnaires de contrôle, leur intérêt est de diversifier les activités de la firme pour compenser le risque d'illiquidité de leur placement.

Etant donné que l'industrie pharmaceutique est un secteur d'innovation permanente dans

lequel il existe des coûts fixes et des barrières à l'entrée très élevées, les groupes ont besoin d'assurer un investissement intrinsèquement incertain et donc un financement de long terme (donc stable) qui permettent de couvrir leurs coûts fixes, ce qui nécessite des capitaux propres importants. Mais, une fois qu'ils ont pénétré le marché, la rentabilité assurée par les brevets permet d'assurer un autofinancement important. Ici nous nous focalisons sur les firmes installées, les *start up* tels que les *biotechs* obéissent à des relations financières différentes.

La relation financière a muté à cause de l'évolution de la détention et de la gestion de la propriété du capital et sous l'effet de la conception du contrôle actionnariale qui s'est imposée chez les principales firmes cotées (Lazonick et O'Sullivan, 2000 ; Fligstein, 2001 ; Batsch, 2002 ; Aglietta et Rébérioux, 2004 ; Morin, 2006). La relation financière qui structure l'industrie est donc en partie isomorphe des transformations globales du capitalisme et des structures financières nationales. Elle conserve néanmoins un certain nombre de particularités. Nous allons nous focaliser sur la propriété du capital, l'évaluation des analystes, la gouvernance d'entreprise et les modes de financement les plus utilisés par les groupes.

Si les groupes pharmaceutiques américains sont depuis longtemps caractérisés par un actionnariat diffus et détenu par des investisseurs institutionnels, de telles évolutions sont beaucoup plus récentes pour les groupes européens et japonais (elle date du milieu des années 1990). Les grands groupes européens comme Bayer, Hoechst, Hoffmann-La Roche (aujourd'hui Roche Holding) ou Rhône Poulenc possédaient un actionnariat relativement plus concentré et stable ou familial jusqu'au milieu des années 1990 bien que l'industrie pharmaceutique allemande avait la particularité d'être l'un des secteurs les plus ouverts aux investisseurs étrangers et les moins dépendants du système de banque principale de ce pays (voir rapports annuels et Höpner, 2002). Les groupes japonais étaient jusqu'à la fin des années 1990 largement contrôlés par des systèmes de *keiretsu*, donc des banques, ou par un actionnariat familial (Weinmann, 1997).

S'il existe encore des résiliences de ces structures actionnariales nationales, les investisseurs institutionnels ont un poids désormais de plus en plus important dans toutes les sociétés, faisant évoluer les pratiques. Par ailleurs, le secteur de la finance s'est beaucoup transformé avec l'émergence des investisseurs institutionnels. Ces acteurs sont composés des fonds de pension, des gestionnaires pour compte de tiers, de *mutuals funds*, d'assurance-vie et de *hedge funds*. Ils sont dans une concurrence aigüe pour la gestion de l'épargne, ce qui les pousse à gérer de façon active leurs placements en recherchant ceux qui sont les plus rémunérateurs, tout en augmentant les taux de rotation de leur portefeuille (Morin, 2006, p.73 ; Artus et Virard, 2005). Les fonds de pension à cotisations définies étant légalement soumis à l'obligation fiduciaire de réaliser le meilleur investissement possible, selon les critères de la théorie financière. Les gestionnaires d'actifs sont en général rémunérés selon la performance de leur portefeuille ; ils sont donc en permanence comparés par le biais des pratiques de *benchmarking* (étalonnage), via des indices de référence qu'ils doivent le plus souvent « surperformer » ou reproduire. Progressivement, des *benchmarks* sectoriels sont inventés, comme le S&P500 Pharmaceutica ou le CAC Health Care. La division du travail s'étant fortement approfondie dans la finance, la décision d'acheter un titre par un gestionnaire dépend notamment des rapports des analystes financiers ainsi que l'évolution relative du cours du titre par rapport au *benchmark* sectoriel. En conséquence, les stratégies privilégiées consistent le plus souvent à placer leur capital dans les sociétés du secteur, ayant le meilleur couple rentabilité/risque. Le *benchmarking* sectoriel conduit donc à construire une norme de rentabilité financière sur les groupes pharmaceutiques.

L'ouverture de l'actionnariat des groupes pharmaceutiques à ces acteurs est de nature à aiguïser la concurrence entre les groupes d'un même secteur, d'autant plus que si les

investisseurs se retirent du capital des firmes, ces dernières sont soumises à un risque d'OPA hostile, selon la théorie de l'agence (Jensen, 1986). L'ouverture du capital aux investisseurs institutionnels tend à soumettre les groupes aux règles de la gouvernance d'entreprise actionnariale et satisfaire à leurs exigences. Ces exigences conditionnent la viabilité des modèles productifs mis en œuvre par les firmes, d'où la nécessité d'étudier la présence des investisseurs institutionnels. Le secteur pharmaceutique apparaît ici comme un placement de référence des investisseurs car il constitue le secteur industriel le plus rentable avec la parfumerie et suivant les années le pétrole ; et il est de plus non cyclique et sa croissance atteint régulièrement deux chiffres. Les groupes sont de plus en plus détenus par des investisseurs institutionnels. Cependant il existe toujours une résilience des structures actionnariales des groupes européens, japonais ou tout simplement des groupes familiaux à l'actionnariat plus protégé, puisque ils sont beaucoup plus détenus par des *blockholders* que les groupes américains. Globalement les groupes anglo-saxons (21 individus) sont très largement dominés par des investisseurs institutionnels (en moyenne 91,7% de l'actionnariat détenu par les 50 premiers actionnaires du groupe), dont la grande majorité a une gestion active de l'épargne. Pour les groupes européens (15 individus) et pour les japonais (7 individus) ce nombre est ramené à 39,6% et 64,1%, ce qui est relativement élevé quand on sait qu'aux débuts des années 1990 ces acteurs ne représentaient que quelques pourcents dans le capital de ces groupes, des investisseurs institutionnels comme *Fidelity* ou *Capital International* prennent des participations croissantes dans le capital de plusieurs groupes européens et japonais, notamment à cause des opérations de fusions et de privatisation (comme Sanofi ancienne filiale d'Elf Aquitaine). Mais il existe toujours des différences importantes entre les structures capitalistiques anglo-saxonnes et les autres : les japonais sont encore dominés par des banques, tandis que les sociétés européennes sont plus marquées par l'actionnariat industriel stable et familial, ce qui peut suggérer une moins grande influence des investisseurs institutionnels sur la stratégie et la gouvernance de ces groupes.



**Tableau 2 : Composition des 50 premiers actionnaires des principaux groupes pharmaceutiques.**

Nom société	Répartition de l'actionnariat par type d'investisseur dans les 50 premiers actionnaires en 2004 en %				
	Investisseurs institutionnels	Actionnaires industriels	Actionnaires familiaux	Insiders et salariés	Banques
Abbott laboratories	86,4	0,0	0,0	9,4	4,2
Allergan Inc	90,6	0,0	0,0	0,0	9,4
Amgen Inc	97,4	0,0	0,0	0,0	2,6
AstraZeneca plc	95,0	3,3	0,0	0,0	1,7
Biogen-Idec	96,1	0,0	0,0	0,0	3,9
Bristol-Myers Squibb Co	98,1	0,0	0,0	0,0	1,9
Eli Lilly & Co	85,1	0,0	0,0	11,7	3,2
Forest Laboratories Inc	85,4	0,0	0,0	1,8	12,8
Genentech Corp	36,8	62,9	0,0	0,0	0,3
Genzyme	97,4	0,0	0,0	0,0	2,6
Glaxosmithkline plc	99,1	0,0	0,0	0,0	0,9
Johnson & Johnson Inc	94,6	0,0	0,0	0,0	5,4
King Pharmaceutical	98,3	0,0	0,0	0,0	1,7
Medimmune	98,8	0,0	0,0	0,0	1,2
Merck & Co Inc	98,1	0,0	0,0	0,0	1,9
Mylan Laboratories	92,0	0,0	0,0	5,9	2,1
Pfizer Inc	97,7	0,0	0,0	0,0	2,3
Schering-Plough Corp	96,7	0,0	0,0	0,0	3,3
Shire Pharmaceutical	94,1	0,0	0,0	0,0	5,9
Watson Pharmaceutical	91,1	0,0	0,0	7,2	1,7
Wyeth	96,7	0,0	0,0	0,0	3,3
Moyenne groupes anglo-saxons	91,7	3,2	0,0	1,7	3,4
AkzoNobel NV	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Alcon	25,0	75,0	0,0	0,0	0,0
Altana AG	21,5	0,0	78,3	0,0	0,2
Boehringer Ingelheim	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0
Bayer AG	98,8	0,0	0,0	0,0	1,2
H Lundbeck	6,0	93,1	0,0	0,0	0,9
Merck KGaA	26,1	0,0	73,8	0,0	0,1
Novartis AG	62,0	34,6	0,0	0,0	3,4
Novo Nordisk	51,7	46,9	0,0	0,0	1,4
Roche Holding	1,7	39,2	58,9	0,0	0,2
Sanofi-Aventis SA	47,8	51,4	0,0	0,0	0,8
Schering AG	83,3	15,7	0,0	0,0	1,0
Serono SA	13,9	0,0	85,6	0,0	0,5
Solvay SA	27,0	0,0	72,9	0,0	0,1
UCB	29,4	0,0	69,6	0,0	1,0
Moyennes groupes européens	39,6	23,7	35,9	0,0	0,7
Astellas Pharma Ltd	37,8	0,0	0,0	0,0	62,2
Daiichi-Sankyo Ltd	80,1	0,0	0,0	0,0	19,9
Eisai Ltd	72,8	6,2	0,0	0,0	21,0
Ono Pharmaceutical	74,0	16,2	9,4	0,0	0,4
Shionogi Ltd	62,4	0,0	0,0	0,0	37,6
Takeda Pharmaceutical Ltd	29,9	0,0	0,0	0,0	70,1
Tanabe Seyaku Ltd	91,5	0,0	0,0	0,0	8,5
Moyennes groupes japonais	64,1	3,2	1,3	0,0	31,4
Moyennes de l'ensemble	67,9	10,8	13,3	0,6	7,4

Sources : Thomson Financials

Il faut noter que l'échantillon étant constitué des plus grandes firmes, ces sociétés ne sont pas contrôlées par des fonds de capital-risque, qui s'investissent plutôt dans les petites firmes non cotées, telles que les sociétés de biotechnologies (*biotechs*). Le capital-risque appartient moins à la relation financière de l'industrie pharmaceutique, que du secteur des biotechnologies orientées vers la santé.

L'analyse des rapports des analystes financiers permet de mettre en évidence leurs critères de décision dans ce secteur : les plus importants sont la taille et les espoirs fondés par le *pipeline* (le portefeuille de médicaments en développement et sur le marché), la possession d'un *blockbuster*, le risque juridique de perte des brevets et bien évidemment les résultats financiers. Les réunions avec les analystes financiers (*road shows*) et les assemblées générales sont l'occasion de rappeler l'évolution du *pipeline* et de la stratégie. Une particularité de ce secteur provient de la grande transparence des rapports annuels, qui facilite d'autant le travail des analystes financiers. Les informations sur l'évolution des essais cliniques est donc de nature à influencer le cours de bourse. Ces derniers ont de plus une préférence pour les « joueurs purs » recentrés sur un métier (la pharmacie), contraignant ainsi les modèles productifs des groupes cotés. Les entreprises soumises à la valeur actionnariale recherchent plutôt à atteindre leurs objectifs de rentabilité dans le moyen terme et non à court terme. Mais

l'horizon temporel des investisseurs institutionnels n'est pas le même que celui des groupes, puisqu'il faut environ 12 ans en moyenne pour mettre un médicament sur le marché, alors que la détention moyenne d'une action dépasse rarement 18 mois. De plus, les analystes ne prennent en compte dans l'évaluation des firmes essentiellement les produits en phases avancées d'essais cliniques (phases IIb et III). L'horizon de l'investisseur est donc très différent de celui de la firme. De plus en univers incertain, la capitalisation boursière d'un secteur tiré par l'innovation a peu de chances de refléter correctement les fondamentaux des sociétés, bien que l'évaluation soit relativement aisée dans ce secteur. La fidélisation des actionnaires impose donc le maintien de taux de rentabilité élevés. Le secteur bénéficie d'une rentabilité élevée, permise notamment par les barrières à l'entrée (brevets, procédures d'AMM, marques, poids des coûts fixes...). Donc, jusqu'à une période très récente de l'industrie pharmaceutique était un placement relativement peu spéculatif. Les opinions des analystes et consultants sur le « bon » modèle productif et sur la valeur du *pipeline* apparaissent donc comme très structurantes, car les risques de prise de contrôle hostile sont d'autant plus importants que le capital est dispersé et le marché liquide.

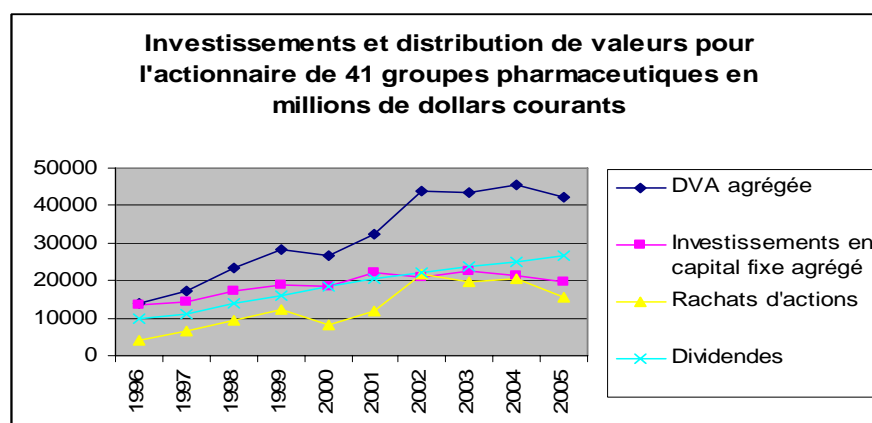
La soumission aux normes de la valeur par l'actionnaire devrait se traduire par des modifications des formes de gouvernance vers des règles de transparence accrues, des chartes de gouvernance d'entreprise, des rémunérations des dirigeants selon la performance boursière, la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration et des références à la valeur actionnariale plus affirmées dans le discours de la direction. On observe en effet ceci, malgré le maintien des spécificités nationales : 39 groupes sur 43 sont dotés de charte de gouvernance d'entreprise, 41 ont un site Internet avec une section réservée aux investisseurs, 38 des groupes ont des programmes de *stock-options*, 24 utilisent le *Return On Equity* (ROE) ou le *Return On Capital Employed* (ROCE) comme indicateur de performance, 9 le *Total Shareholder Return* et 3 font référence à l'*Economic Value Added* mais un seul en fait son critère de gestion (sources : rapports annuels).

Cependant, on observe le maintien de différences nationales du fait des réglementations différentes : alors que les conseils d'administration américains sont conformément à la loi Sarbanes-Oxley composés d'une majorité d'administrateurs indépendants, ils sont rarement majoritaires dans les groupes européens (notamment dans les groupes allemands et scandinaves où légalement la moitié des administrateurs sont des salariés), voire absents dans les groupes japonais. Dans ce dernier cas les conseils sont presque exclusivement composés de cadres dirigeants ou de fondateurs mais trois groupes ont pris récemment des initiatives pour se rapprocher des standards anglo-saxons. Les groupes japonais et les groupes à capitaux familiaux n'utilisent pas non plus de *stock-options*. En étudiant l'origine culturelle et sociale des administrateurs des conseils d'administration, on peut là encore noter des différences importantes liées aux cadres nationaux. Pour cela nous avons distingué plusieurs catégories : les administrateurs représentants d'institutions financières, puis ceux issus du secteur de la santé (groupes pharmaceutiques, de biotechnologies, HMO, hôpitaux...), les biologistes et scientifiques, et enfin les anciens CEO ou les fondateurs. Conformément à ce qu'on pouvait s'attendre, les conseils d'administration anglo-saxons sont en moyenne composés à 15% du nombre d'administrateurs de représentants de la finance (soit entre 1 et 2 sur 12 ou 13 administrateurs), mais ce qui est aussi intéressant c'est qu'ils sont également composés de nombreux administrateurs scientifiques, médecins ou biologistes.

L'adoption de la valeur actionnariale devrait se traduire par des politiques de distribution de dividendes plus généreuses et le recours aux rachats d'actions. Celle-ci s'est largement développée, y compris pour les groupes japonais et européens. Les rachats d'actions permettent d'augmenter la liquidité du titre et de redistribuer de la valeur pour les

actionnaires. Les taux de distribution de dividendes ont eux aussi augmenté. Pour le montrer nous utilisons les données des rapports annuels et de *Thomson financiers* de 41 groupes<sup>2</sup>. Nous définissons la Distribution de Valeur pour l'Actionnaire (DVA) comme la somme des dividendes distribués et des rachats d'actions. Il mesure l'effort en vue de redistribuer les profits aux actionnaires. Nous le comparons aux dépenses d'acquisition d'immobilisations corporelles qui représentent les investissements en capital fixe. Nous effectuons une mesure agrégée, les moyennes donnant des résultats proches. Logiquement, la financiarisation s'est traduite par une hausse de la part des profits distribués et dépassent désormais largement l'investissement. La DVA agrégée représente des niveaux équivalents aux dépenses de R&D et le niveau des rachats d'actions atteint des niveaux proches des investissements. Si la part de la DVA s'est accrue, les investissements n'ont cependant pas diminué. Plusieurs groupes européens et japonais ont mis en place des plans de rachats d'actions. On observe néanmoins des différences dans les politiques de distribution de valeur en fonction des pays et de la taille des sociétés : les *Big Pharma* anglo-saxonnes (Pfizer par exemple) redistribuent une part plus importante de leurs profits que les autres sous forme de dividendes, en lissant la croissance du dividende par action et en rachetant beaucoup d'actions ; lorsque les profits sont négatifs une année, cela ne les empêche pas de prélever réserves pour pouvoir distribuer des dividendes. Les groupes anglo-saxons de taille plus modeste ne distribuent pas de dividendes mais rachètent en masse leurs actions, notamment parce que certaines de ces firmes ont une rentabilité faible qui les empêche de distribuer régulièrement des dividendes ; enfin les groupes familiaux ne rachètent pas leurs actions et distribuent relativement moins aux actionnaires. Certaines *Big Pharma* européennes ont des politiques de distribution de valeur proches de leurs concurrents anglo-saxons. Ces derniers redistribuent relativement plus que les européens, qui eux-mêmes distribuent plus que les japonais. Les *Big Pharma* anglo-saxonnes sont les modèles les plus rentables en termes de ROE, les groupes japonais ayant d'assez faibles ROE, les européens se situant à un ROE intermédiaire. Cependant progressivement, les ROE européens et japonais se rapprochent des anglo-saxons. Ainsi même si les dépenses d'investissements n'ont pas diminué, les groupes ont eu tendance à redistribuer les profits aux actionnaires, conformément aux principes de la valeur actionnariale.

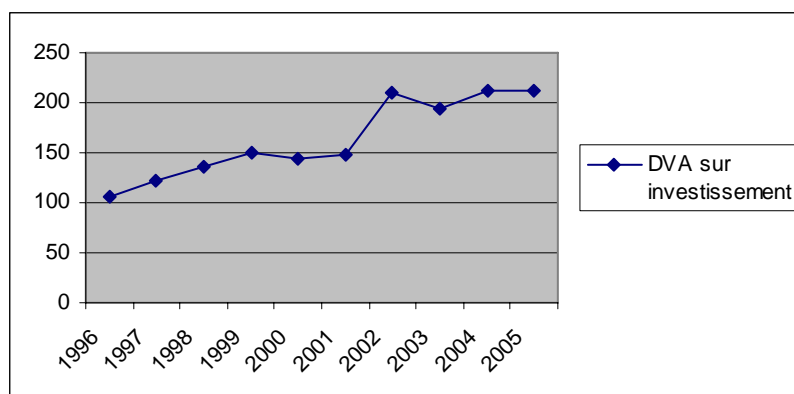
**Graphique 1 : Distribution de valeur pour l'actionnaire (DVA), dividendes, rachats d'actions et investissement de 41 groupes pharmaceutiques, en millions de dollars courants**



Sources : *Thomson Financials et rapports annuels*

<sup>2</sup> Nous avons éliminé Boehringer Ingelheim et Lundbeck à cause d'un manque d'informations.

**Graphique 2 : DVA sur investissement de 41 groupes pharmaceutiques, en %**



Sources : Thomson Financials et rapports annuels

**Tableau 3 : Dividendes, rachats d'actions et DVA en pourcentage du chiffre d'affaire et ROE, selon l'origine géographique et la taille**

Origine géographique	Rachats d'actions sur chiffre d'affaire moyen depuis 5 ans	Dividendes sur chiffre d'affaire moyen depuis 5 ans	ROE moyen depuis 5 ans	Distribution de valeur pour l'actionnaire sur chiffre d'affaire moyen depuis 5 ans	Nombre d'individus
Europe	**2,42	3,83	17,85	***6,25	15,00
dont Big Pharma	5,60	***6,2	16,00	*11,80	3,00
Japon	*2,66	**2,25	***6,75	***4,91	7,00
Anglo-Saxons	*6,20	4,58	18,21	***10,78	21,00
dont Big Pharma	**5,29	***9,07	***30,17	***14,36	10,00
dont Autres	6,95	***0,34	***6,58	***5,14	11,00
Ensemble	4,21	3,94	16,33	8,15	43

\*différence significative par rapport à la moyenne au seuil de 10%, \*\* au seuil de 5%, \*\*\* au seuil de 1%

Sources : Thomson Financials et rapports annuels

**Tableau 4 : Nombre de groupes ayant effectué un programme de rachat d'actions sur les 43 groupes étudiés au cours de l'ensemble de la période 1996-2005<sup>3</sup>**

Année	Nombre de groupes ayant effectué un rachat d'action
1996	10
2001	26
2005	36

Sources : Thomson Financials et rapports annuels

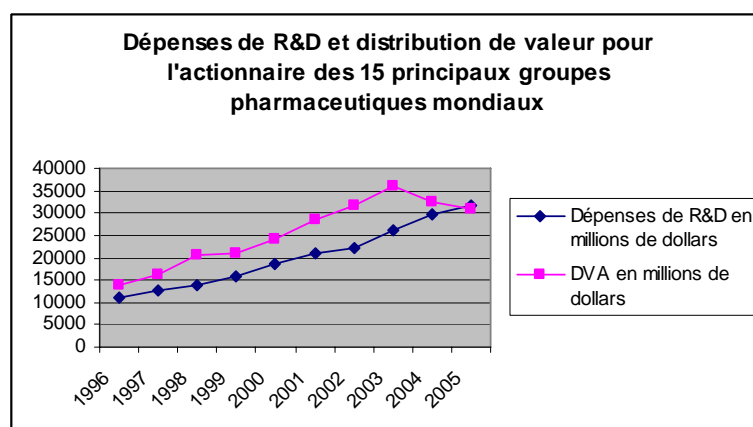
Ces résultats nous conduisent à affirmer que si la majorité des firmes ont adopté les règles de la gouvernance d'entreprise orientée actionnaire, elles l'ont fait de façon hybride pour les firmes européennes et japonaises. Bien que le discours se soit en effet propagé (à l'exception des groupes familiaux), que certains managers fassent allégeance aux principes de la valeur actionnariale et si les rachats d'actions ont été utilisés par de nombreux groupes, certaines différences nationales existent toujours dans la gouvernance d'entreprise, les structures actionnariales. On peut parler de processus d'hybridation des formes de gouvernance.

Bien souvent les auteurs comme Morin (2006) ou Batsch (2002) soulignent le risque d'une

<sup>3</sup> Mode de lecture : entre 1996 et 2001, sur 43 groupes, 26 avaient effectué des programmes de rachats d'actions.

rationalisation des investissements sans offrir d'évidences empiriques très claires. Dans le cas de l'industrie pharmaceutique, on observe certes un tassement des investissements relativement à la distribution de valeur, mais globalement le niveau des investissements en capital fixe n'a pas diminué (ou faiblement les deux dernières années). Mais ce sont plutôt les investissements en R&D qui sont stratégiques dans ce secteur : si on compare les dépenses de R&D à la DVA du sous-échantillon des 15 principaux groupes pharmaceutiques mondiaux, on n'observe pas de réduction massive des dépenses de R&D, au contraire ces dernières n'ont cessé de croître régulièrement, même si le niveau de la DVA est en revanche régulièrement supérieur aux dépenses en R&D, à l'exception de 2005.

**Graphique 3 : Dépenses de R&D et DVA des 15 premiers groupes pharmaceutiques mondiaux entre 1996 et 2005, en millions de dollars US**



Sources : Rapports annuels

**Tableau 5 : La taxonomie des formes de gouvernance**

Forme de gouvernance	Gouvernance actionnariale dominante	Gouvernance actionnariale biotech	Gouvernance actionnariale insiders/spécialités	Gouvernance managériale bancaire japonaise	Gouvernance familiale	Gouvernance actionnaires référence	Gouvernance cogestionnaire
<b>Actionnariat</b>	Investisseurs institutionnels	Investisseurs institutionnels	Investisseurs institutionnels	Banques	Familles	Actionnaires de référence	Familles ou actionnaires de référence
<b>Conseil d'administration</b>	Administrateurs indépendants et financiers	Administrateurs indépendants, financiers et scientifiques	Administrateurs indépendants et <i>insiders</i>	Administrateurs issus du top management, peu de scientifiques	Administrateurs issus de la famille, peu d'indépendants	Administrateurs des actionnaires de référence	Administrateurs des actionnaires de référence ou famille et salariés
<b>Rentabilité, objectif et DVA</b>	Indice de valeur actionnariale fort, ROE, DVA élevé, objectif de création de valeur pour l'actionnaire	ROE et dividendes faibles, rachats importants ; création de valeur pour l'actionnaire	ROE et dividendes faibles, rachats importants ; création de valeur pour l'actionnaire	Indice de valeur actionnariale faible, ROE et DVA faibles ; références à la création de valeur très récentes ; plutôt croissance du chiffre d'affaires	Indice de valeur actionnariale faible, DVA faible, ROE moyen ; objectif de maintien d'un ROE stable	Indice de valeur actionnariale faible, ROE moyen, DVA moyenne ; objectifs variables	Indice de valeur actionnariale faible, ROE moyen, DVA moyenne ; valeur partenariale

Globalement on est amené à dire qu'il existe toujours une variété dans la gouvernance d'entreprise et dans les structures actionnariales, liée aux différences nationales, ainsi que des

différences dans les modes de redistribution de la valeur, même si la pression des normes de la valeur actionnariale se fait plus présente. Cependant ces différences de gouvernance tendent à diminuer, notamment pour ce qui est des rachats d'actions, des paiements en *stock-option* et de la présence d'administrateurs indépendants. Donc assez logiquement on devrait s'attendre au maintien de différences entre les modèles d'affaires. Si ceci est en partie vrai nous allons voir que la pression autour d'un modèle d'affaires et une conception du contrôle a tendu à structurer le secteur à la fin des années 1990 et au début des années 2000.

## **4. Financiarisation et influence sur les modèles productifs : pression concurrentielle, recentrage et la conception du contrôle blockbuster**

Dans cette partie, nous montrons que la financiarisation a favorisé l'émergence de la conception du contrôle blockbuster. Nous analysons les modèles productifs qu'elle implique.

### **4.1 La stratégie de profit et la politique produit : financiarisation et importance du marketing**

Les structures du secteur et la financiarisation ont amené à l'adoption d'une conception du contrôle qui fonde les modèles productifs que nous qualifions de *blockbuster* pour les *Big Pharma*. La financiarisation a ici la propriété d'exacerber certaines caractéristiques des anciens modèles d'affaires, à savoir le dépenses de marketing et la mise sur le marché de médicaments éthiques protégés par brevets, mais en les articulant à un processus de recentrage par fusions-cessions, d'implantation aux Etats-Unis et d'externalisation croissante des activités de R&D. Néanmoins, compte tenu du fait qu'aucune firme ne peut exploiter l'ensemble des sources de profit et que les firmes dominantes obligent aux autres firmes à adopter leurs stratégies par rapport à ces dernières, il existe une variété de stratégies de profit et d'autant plus de modèles productifs dans cette industrie :

-la stratégie de profit des « *Big Pharma blockbusters* », correspondent aux firmes dominantes sont des stratégies innovation et volume ; elles sont l'incarnation de la conception du contrôle de l'industrie ;

-la stratégie de profit des pharmacies de spécialité et des génériques : il s'agit d'une stratégie qui couple positionnement de niches sur un segment éthique et une stratégie « volume et variété » sur les médicaments génériques. Ces groupes supportent des coûts plus faibles en R&D ce qui compense le prix inférieur des médicaments génériques ;

-la stratégie de profit « innovation de niche » des sociétés biopharmaceutiques fondée sur une l'investissement de rupture en génomique et protéomique par des firmes de biotechnologies. Ces firmes sont très intenses en R&D et font une utilisation intense des *stock-options* et rachats d'actions, sans pour autant distribuer de dividendes. Elles utilisent de façon également très importante les accords de R&D, les partenariats et les collaborations externes. En revanche ces modèles n'utilisent la croissance externe que très occasionnellement ;

-les stratégies innovation et variété des conglomérats : les modèles sont ici très diversifiés, en général la pharmacie n'est qu'une activité secondaire par rapport au cœur de métier qui se trouve dans la chimie. Ils sont en général moins intenses en R&D et ont peu de produits éthiques sur le marché, réalisant des chiffres d'affaire moyens. Ils utilisent de façon importante les acquisitions et cessions d'activités. Ces stratégies sont en déclin, compte tenu de la croissance des coûts de R&D et de la concurrence des stratégies « innovation et



volume » des *Big Pharma blockbusters*.

Les *Big Pharma*, en tant que groupes dominants, structurent le champ concurrentiel pour les autres qui conçoivent leur stratégie de profit par rapport à ces derniers, en se positionnant sur les marchés délaissés.

Dans une optique d'étude des modèles productifs, il faut nous intéresser aux formes d'incertitudes que les groupes ont à gérer, pour comprendre les structures du modèle. L'incertitude auxquels les grands groupes pharmaceutiques est très forte pour ce qui est de l'innovation et de la mise sur le marché du médicament : il faut 12 ans d'innovation, entre 800 millions et 1 milliards de dollars d'investissements, et passer la validation des autorités de contrôle sanitaire. Le brevet permet ici de rentabiliser les investissements initiaux. A l'évidence les groupes ne peuvent prévoir à l'avance ce qui sera découvert. En revanche, une fois sur le marché le médicament s'il bénéficie des remboursements il est très aisé de prévoir l'évolution des ventes. La seule incertitude qui peut se maintenir est celle liée à l'entrée d'un produit de la même classe thérapeutique ou la contestation du brevet par des fabricants de génériques.

Ne pouvant prévoir à l'avance le nombre de produits qui parviendront sur le marché, la gestion de l'incertitude inventée par les plus grands groupes est passée par la promotion des médicaments éthiques afin d'en faire des outils de croissance et de génération de trésorerie, en assurant leur pénétration maximale du marché par un marketing intense et la plus longue protection de brevets. Les modèles *Big Pharma blockbuster* se fonde sur donc une stratégie de profit couplant innovation, volume et flexibilité. Il s'agit pour l'essentiel de profiter des rentes monopolistiques créées par le système de brevets. Pour se réaliser elle nécessite une politique-produit fondée sur un *marketing* intense dans le but de mettre sur le marché des médicaments éthiques sur des segments de marché larges, assurant l'autofinancement de la recherche. Les médicaments *blockbusters* représentent alors l'essentiel des profits des sociétés et une part croissante du chiffre d'affaire. En effet étant donné le coût de développement et de mise sur le marché d'un médicament les *blockbusters* apparaissent cruciaux. Un *blockbuster* pour naître suppose de développer un marketing agressif de façon à profiter le plus rapidement possible des rentes de monopoles offertes par les brevets en augmentant les volumes vendus. Ainsi les *Big Pharma* ont accru de façon importante les dépenses de publicité, notamment envers les patients ainsi que le nombre des visiteurs médicaux. Les groupes dépensent en moyenne deux fois plus en marketing et publicité qu'en R&D. Un *blockbuster* n'est pas nécessairement un médicament très innovant : il peut s'agir d'une simple innovation incrémentale. Le marketing vise d'ailleurs tout autant à inciter à la prescription auprès du médecin, qu'à inciter les patients à demander à leurs médecins de prescrire ces mêmes médicaments, par le biais de la publicité directe au consommateur (*Direct To Consumer advertising*). De ce fait, le *blockbuster* est le produit des structures du marché américain : 72% du chiffre d'affaires des *blockbusters* est réalisé en Amérique du Nord (tableau 5). En effet les prix libres et donc très élevés du marché américain permettent de réaliser des marges considérables et une croissance très élevée, tandis que la liberté de publicité permet de d'inciter à la consommation.

Les *Big Pharma* ont alors accru leur implantation sur le marché américain car les prix libres pratiqués et la croissance rapide des dépenses en font le marché à la fois le plus rentable et le plus étendu. Des accords de co-marketing ou de promotion permettent d'étendre le réseau commercial et ainsi de maximiser les ventes (accords autorisés par les structures de gouvernance de l'industrie). Les groupes effectuent une gestion du cycle de vie du *blockbuster* basée sur la recherche d'indications thérapeutiques supplémentaires grâce à des essais cliniques post-AMM. Une fois que le produit a perdu son brevet, le prix et les profits qu'il génère diminuent de façon drastique et rapide, des stratégies d'extension de brevets et de

transformation de l'éthique en OTC se développant pour limiter l'entrée des génériques.

**Tableau 6 : Répartition des blockbusters par régions en %**

Part des ventes de blockbusters par régions en valeur en 2004	
Amérique du Nord	72
Europe	20
Japon	4
Asie et Australasie	3
Amérique latine	1

Source:IMS Health, MAT to september 2004

Les tendances structurelles à l'augmentation des dépenses pharmaceutiques dans les pays riches et la logique du modèle poussent les groupes à se focaliser sur les domaines thérapeutiques les plus rentables. La stratégie de profit nécessite d'atteindre une taille critique du réseau marketing et de la R&D, d'où des stratégies de fusions-acquisitions sur le cœur de métier. Les *Big Pharma* ont donc accentué leur recentrage sur le segment des éthiques, par des cessions des activités les moins rentables ou situées hors pharmacie, conformément aux normes financières : toutes les *Big Pharma* se sont débarrassées de leur agrochimie, de leur chimie lourde et même de leurs activités de chimie de spécialité (même si les groupes conservent des compétences en chimie pour produire et découvrir les molécules). Le recentrage sur les *blockbusters* s'est accru malgré des tentatives d'exploration de modèles d'affaire alternatifs. Il y eut en effet deux expérimentations alternatives au cours des années 1990.

La première a consisté à se diversifier dans les services de santé en rachetant des *Pharmacy Benefit Managers* (PBM), qui assurent le remboursement de listes de médicaments auprès des américains, afin contrôler la filière et assurer un débouché aux *blockbusters* (ce fut le cas de Merck & Co, Eli Lilly et Smithkline Beecham). Malgré la croissance forte de ces activités, leur rentabilité très inférieure aux activités pharmaceutiques, les faibles synergies qu'elles offraient ainsi que l'interdiction par la *Federal Trade Commission* (FTC) de ces pratiques sous l'effet d'actions de groupes de patients ont conduit les groupes pharmaceutiques à céder ces activités. Ici on voit que les structures de gouvernance du secteur et la valeur actionnariale ont amené à remettre en cause le modèle « *blockbuster-PBM* ».

La seconde fut celle du modèle « science de la vie ». Dans ce cas le recentrage a tout d'abord conduit les groupes à abandonner les structures conglomerales alliant chimie de base, de spécialité, agrochimie et pharmacie pour converger dans un premier temps vers un modèle combinant les activités d'agrochimie et de pharmacie, pour explorer les synergies liées aux technologies communes à ces deux activités (génomique, biologie moléculaire, bio-informatique et criblage haut débit). Puis compte tenu la rentabilité inférieure et cyclique des activités d'agrochimie ainsi que les synergies surestimées entre les deux activités et le contexte politique difficile lié à l'acceptation des OGM, Aventis, Pharmacia, AstraZeneca, Wyeth et Novartis ont finalement adopté le modèle *blockbuster* (Hamdouch et Depret, 2001).

Ces recentrages sont le produit à la fois des normes de la finance et de la concurrence : à mesure que les exigences de rentabilité augmentent et que la concurrence s'accroît, le recentrage sur les médicaments *blockbusters* s'accroît en focalisant leurs capitaux en marketing et en R&D. La concurrence devient alors d'autant plus forte, car la taille et la croissance des parts de marché des médicaments *blockbusters* contraignent les concurrents à adopter le modèle à leur tour en effectuant des opérations de fusions, ou à changer de stratégie quand ils ne peuvent atteindre une taille suffisante. La concurrence se durcit car le recentrage

conduit à une dépendance envers les produits phares qui contraint à leur renouvellement pour satisfaire au jugement des analystes financiers. La perte d'un médicament *blockbuster* signifie que la rentabilité et le cours de bourse du groupe s'effondrent car les génériques peuvent alors pénétrer le marché, provoquant une chute des prix et des volumes très rapide. Le groupe risque alors d'être soumis à une OPA hostile. Les relations entre analystes financiers, firmes pharmaceutiques et la dynamique concurrentielle font que la conception du contrôle dominante se fonde sur le modèle *blockbuster* pour les firmes dominantes, tandis que les firmes dominées se spécialisent dans des niches ou les médicaments génériques. La pression pour l'adoption du modèle d'affaire *blockbuster* s'est donc accrue à la fin des années 1990 pour les groupes dominants.

**Tableau 7 : Structure du modèle blockbuster en 2004**

Nom	Nombre de blockbusters en 2004	Pourcentage des ventes de blockbusters dans le total des ventes en 2004
Abbott	0	0
Amgen	4	94
Astellas	2	58
AstraZeneca	5	44
Bristol-Myers Squibb	2	31
GlaxoSmithKline	12	54
Johnson&Johnson	8	72
Lilly	4	56
Merck & Co	4	60
Novartis	5	28
Pfizer	10	61
Roche	6	51
Sanofi-Aventis	10	49
Takeda	4	55
Wyeth	3	34

Sources : *Rapports annuels*

**Tableau 8 : L'augmentation du nombre de blockbusters dans l'ensemble du secteur**

Nombre total de blockbusters	
Année	Nombre de blockbusters
1990	4
1991	6
1992	8
1993	10
1994	12
1995	14
1996	25
1997	25
1998	31
1999	37
2000	43
2001	47
2002	58

Sources : *Reuter Business Insight*

Les fusions-scissions d'activités sont un moyen d'adopter ce modèle, car elles permettent de focaliser les ressources sur les produits phares, d'augmenter la taille du *pipeline*, la productivité de la recherche et l'accès à des technologies par le biais d'accords avec des *biotechs* (Hamdouch et Depret, 2001). Elles peuvent aussi être des stratégies défensives visant à être prédateur avant de risquer de subir une OPA hostile lorsque le groupe est sur le point de perdre un produit phare (exemple Pfizer et Warner Lambert en 2000 ou entre Sanofi-

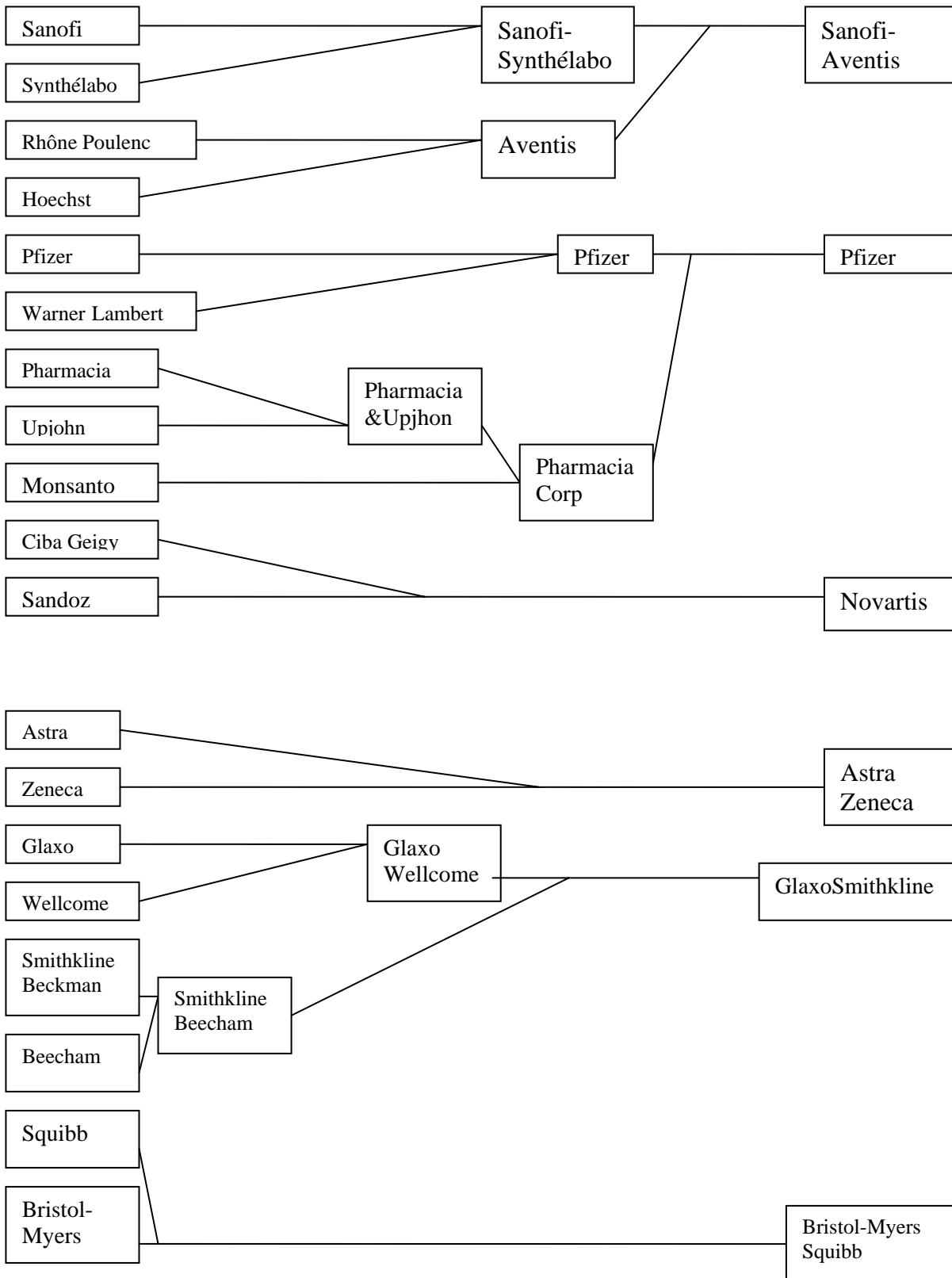
Synthélabo et Aventis en 2004). La FTC comme la Commission Européenne ont été relativement souples dans ces regroupements, puisqu'elles ne s'intéressent qu'à la concentration par domaines thérapeutiques, qui est très supérieure à la concentration globale de l'industrie. Le maintien du cours de Bourse à un niveau suffisant est donc stratégique pour pouvoir réaliser une acquisition de grande envergure, d'où des politiques de distribution de dividendes et de rachats d'actions très importantes pour maintenir la flexibilité financière suffisante. Comme on l'a vu au tableau 3 ce sont les *Big Pharma* qui ont la politique de distribution de valeur la plus généreuse de tout le secteur, ce qui se comprend compte tenu de leur rentabilité et de leur nécessité de maintenir le cours de bourse élevé.

**Tableau 9 : Part du chiffre d'affaires dans la pharmacie de prescription (éthique et générique) en pourcentage du chiffre d'affaire total**

	Part du chiffre d'affaire dans la pharmacie	
	1997	2006
Medimmune	81	100
Tanabe Seiyaku	82	93
King Pharmaceutical	100	87
Ono Pharmaceuticals	79	100
Shire Pharmaceuticals	58	85
Mylan	100	100
Biogen-Idec	15	100
Lundbeck	100	100
Alcon	33	41
Shionogi	90	95
Allergan	51	95
Watson	98	99
Genzyme	55	48
UCB	40	100
Solvay	14	28
Serono	100	100
Altana	67	0
Akzo Nobel	19	27
Forest Laboratories	100	100
NovoNordisk	76	100
Genentech	84	100
Merck KGaA	57	59
Daiichi-Sankyo	75	85
Eisai	86	96
Bayer	25	40
Schering AG	67	67
Schering-Plough	83	81
Astellas	79	99
Takeda	67	89
Amgen	100	100
Eli Lilly	87	94
Abbott	58	67
Wyeth	61	83
BMS	59	77
Roche Holding	64	79
Novartis	46,7	80
AstraZeneca	49	100
Merck & Co	44	95
Johnson & Johnson	34	44
Sanofi-Aventis	84,8	100
GlaxoSmithKline	100	86
Pfizer	85	85
Moyenne	67,9404762	81,047619

Sources : *Thomson Financials*

Figure 6 : Principales fusions parmi les principaux groupes pharmaceutiques au cours des années 1990-2000



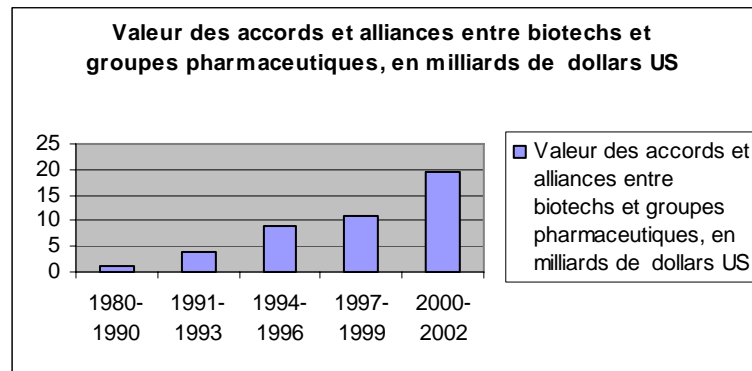
## **4.2 L'organisation productive : vers une externalisation croissante poussée par l'innovation et les économies de capitaux propres**

La recherche d'une augmentation de la productivité des *pipelines* ainsi que l'optimisation de la gestion du risque liée à la financiarisation ont poussé la majorité des *Big Pharma* à externaliser une partie de leurs recherches précliniques en nouant des accords auprès d'entreprises de biotechnologies, afin de constituer des réseaux susceptibles d'assurer une captation de connaissances. Le processus d'innovation fonctionne donc en réseau, les firmes multipliant les alliances. Ces externalisations sont en partie la conséquence du changement de paradigme technologique, les groupes pharmaceutiques n'ayant pas les compétences nécessaires en biotechnologies, mais s'avèrent complémentaires avec les normes de la finance d'économie de capital. La relation d'achat institutionnalisée entre *biotech* et *Big Pharma* est fondée sur à la fois sur le marché et la coopération. Les conflits potentiels peuvent venir de l'incertitude liée au processus d'innovation (incertitude sur le temps nécessaire, sur le produit final). En même temps, la *biotech* est dépendante de la *Big Pharma* pour accéder au marché et à des financements, tandis que la *Big Pharma* a besoin de nouvelles molécules ou technologies pour son *pipeline*. Ces relations sont également permises par les structures de gouvernance et les droits de propriété qui permettent la brevetabilité des produits biologiques et autorisent les alliances et coopération de recherche, de même que le co-marketing. En particulier, le Bayh Dole Act (1980) et l'arrêt Chakrabarty (1974) (Coriat et Orsi, 2003) aux Etats-Unis ont fortement facilité le brevetage de produits biologiques, voire des seules connaissances liées aux gènes. De plus, en 1983 l'Orphan Drugs Act a facilité la mise sur le marché de médicaments orphelins (médicaments dont le marché est très petit) et offerts des déductions fiscales à hauteur d'environ 50% du coût des essais cliniques sur ces produits, ce qui a facilité le développement des biotechnologies aux Etats-Unis.

La conception du contrôle de l'industrie pousse les firmes dominantes à privilégier le marketing sur la recherche interne, de façon à optimiser l'utilisation du capital et à minimiser les risques. Pour les grands groupes, ces externalisations permettent de diversifier les risques de la recherche, d'en partager les coûts de tout en bénéficiant de compétences et brevets et d'une plus grande flexibilité ; pour les *biotechs* elles bénéficient de financements et peuvent espérer vendre plus aisément leurs produits. Les alliances, de contrats de recherche ou de co-développement sont légion. Très souvent, étant donné le caractère stratégique de ces transactions, la *Big Pharma* peut prendre une participation dans la *biotech* afin de la financer tout en maintenant un contrôle externe sur elle. Les modèles productifs se rapprochent donc des standards de la valeur actionnariale. Ainsi, des contrats d'options accompagnent très souvent ces alliances, afin d'en assurer la flexibilité. De plus, si une *biotech* arrive à mettre au point un produit et obtient une certaine réussite un grand groupe peut éventuellement la racheter. Les coentreprises sont aussi une autre forme utilisée entre groupes pharmaceutiques permettant de partager les compétences, les coûts et les risques lorsque des questions de propriété intellectuelle sont en jeu. Certains groupes créent même des fonds de capital-risque en collaboration avec des investisseurs pour le financement des biotechnologies, limitant les risques liés à leur engagement financier, d'autant plus pour les que les *biotechs* ont recours au financement par le marché des actions. Ces externalisations sont poussées par le changement technologique et ne sont pas le produit de la financiarisation, puisque même des groupes non-cotés ou à contrôle familial développent des partenariats et des alliances, mais la financiarisation renforce cette tendance et facilite le recours aux externalisations.

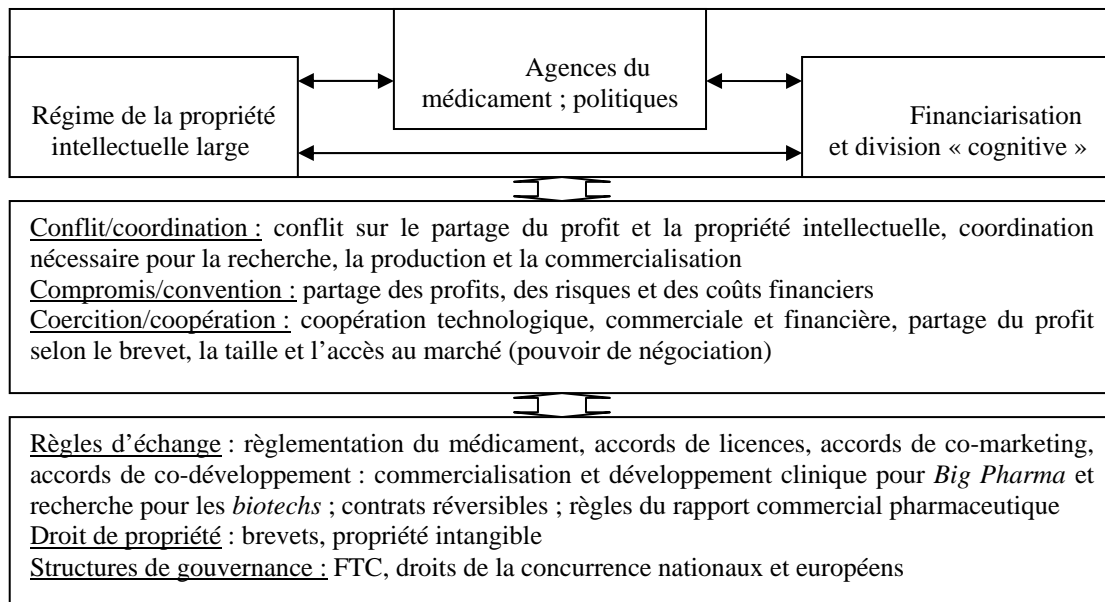


### Graphique 4 : Les accords entre firmes de biotechnologies et firmes pharmaceutiques



Sources : Frost and Sullivan (2006)

### Figure 7 : rapport d'achat Big Pharma/biotech



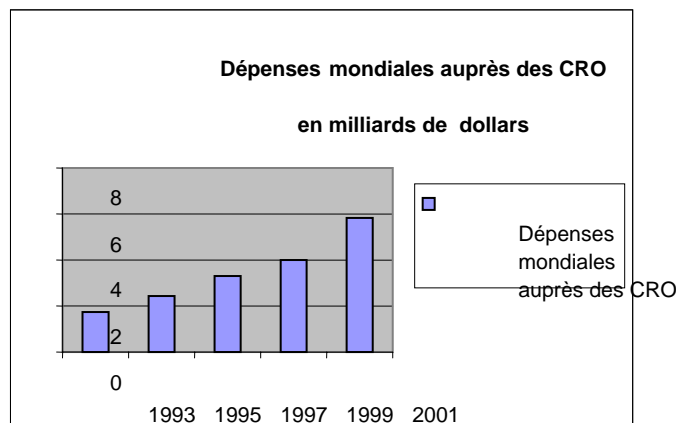
Les contrats de licence sont aussi utilisés de façon importante pour leur flexibilité. L'externalisation ne concerne pas seulement la recherche préclinique puisque se développent aussi l'externalisation de la fabrication des médicaments auprès de façonniers, ainsi que l'externalisation des essais cliniques auprès d'organisations de recherche sous contrat (CRO), dans le but de diminuer les coûts. Alors qu'il y a 10 ans ces activités étaient largement dans le cœur de métier les grands groupes, ils les ont maintenant fortement externalisées : pour les *Big Pharma* les phases I et IIa des essais cliniques sont en général totalement externalisées, seules les phases terminales, à savoir IIIb et III sont faites en interne. Le choix d'un bon prestataire est évidemment crucial, car si les essais ne sont pas effectués correctement, la détection tardive d'effets secondaires peut avoir des conséquences sanitaires et financières considérables. De plus, le critère de délai est important, un retard de quelques mois pouvant coûter une position de monopole et de *first mover*, donc limiter la part de marché du *blockbuster*.

Enfin, l'externalisation de la fabrication est elle aussi de plus en plus développée. Pour cela, les groupes ont recours à des façonniers ou *Contract Manufacturing Organizations*. Cependant, le recours à ces externalisations n'est total que pour les produits secondaires ou en fin de vie, et pas sur les *blockbusters* de façon à maintenir le contrôle sur les produits, si ce n'est pour de la sous-traitance de capacité. Cette activité participe également au processus d'innovation, car la mise en forme galénique et les modes d'administration peuvent influencer grandement l'efficacité du produit. De plus, lors des essais cliniques, il faut déjà produire une quantité importante de produits, ce qui implique que la conception des procédés de fabrication commence relativement assez en amont de la mise sur le marché et ceci explique que toute la fabrication ne peut être externalisée.

Enfin, le criblage moléculaire et la recherche du principe actif ne peuvent être externalisés car ils sont beaucoup trop stratégiques : ils conditionnent le dépôt de brevets et un certain nombre de secrets. Ainsi, la chimiothèque d'un laboratoire constitue l'une de ses ressources spécifiques, qui se dévalorise si elle est connue des concurrents.

L'ensemble de ces externalisations redistribuent les risques entre les grands groupes et les sous-traitants. Une telle stratégie peut cependant avoir des risques, en termes de perte de compétences et de cohérence interne du modèle productif, avec des risques de dépendance vis-à-vis des *biotechs* ou des problèmes productifs, d'où une grande flexibilité des contrats et alliances avec les *biotechs*, qui sont en général courts et accompagnés d'options afin limiter l'irréversibilité des engagements. Enfin la relative standardisation des technologies limite les risques productifs. De même, l'externalisation auprès des CRO doit s'accompagner de coopérations étroites pour éviter tout problème de qualité, tandis que l'externalisation trop importante de la fabrication risquerait d'introduire des problèmes dans le procès d'innovation, puisque l'invention d'un nouveau médicament nécessite outre la maîtrise du criblage et de la fabrication de la molécule, de concevoir des procédés de fabrication adéquats (les formes d'administrations et formes galéniques peuvent influencer l'efficacité du produit).

### Graphique 5 : Les dépenses mondiales auprès de CRO, en milliards de dollars



Sources : *CenterWatch* (2002)

L'organisation de la recherche interne et de la production a donc été énormément transformée pour favoriser la découverte de produits-phares : certains groupes ont fait le choix de fonctionner par des approches par projets (Sanofi-Aventis), tandis que d'autres ont segmenté leurs laboratoires de recherche pour les faire fonctionner de façon autonomes et les mettre en

concurrence de façon à contrôler les coûts et augmenter la flexibilité des équipes (c'est le cas de GlaxoSmithKline par exemple). De leur côté, les forces de ventes sont poussées à promouvoir prioritairement les *blockbusters*.

Cependant, malgré une certaine pression pour le recentrage, liée à la recherche de la taille et à la dépendance aux *blockbusters*, le modèle *blockbuster* reste lui-même divers : tout d'abord les groupes ont des spécialisations thérapeutiques différentes même si les *Big Pharma* tendent à privilégier les plus rentables (cardiovasculaire, oncologie, système nerveux central, gastro-intestinal), ensuite certains groupes pouvant diversifier leur portefeuille dans des activités annexes représentant une part relativement minoritaire du chiffre d'affaire : ainsi nombre de groupes ont des activités de médicaments OTC, de santé animale, les vaccins, le diagnostic médical ou dans les génériques. De plus on peut opposer les groupes ayant eu recours de façon intense aux fusions comme Pfizer, Sanofi-Aventis, Novartis, GlaxoSmithKline et AstraZeneca, avec ceux s'y refusant résolument (Eli Lilly & Co, Roche Holding et Merck & Co).

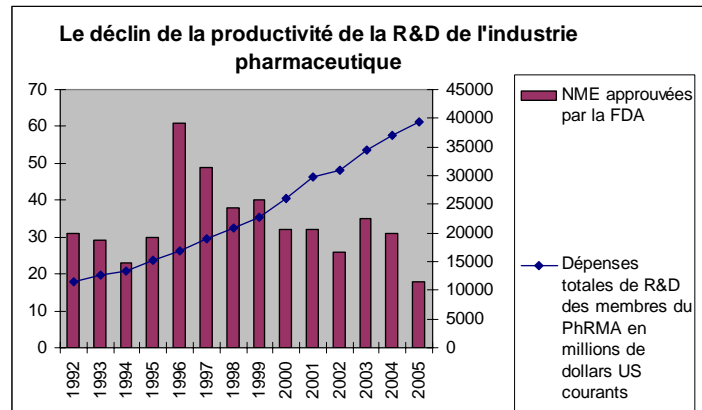
Enfin, deux *Big Pharma* comme Johnson & Johnson ou Abbott Laboratories ont adopté des modèles très spécifiques, marqués par une diversification importante dans une très large gamme de produits liés à la santé, depuis le matériel médical, l'orthopédie, l'ophtalmologie, le diagnostic, la parapharmacie et la nutrition. Si Abbott tend à se recentrer (cession de ses activités hôpitaux), Johnson & Johnson reste quant à lui un modèle très diversifié, soulignant que la convergence vers un modèle productif unique n'est pas à l'ordre du jour, mais dépend de la concurrence sur le secteur et la capacité à établir des positions dominantes. Ces groupes utilisent des acquisitions ciblées dans les différents segments des industries de la santé, mais pas de fusions.

## **5. Financiarisation, dépendance et crise du modèle blockbuster**

On peut parler aujourd'hui de crise de la conception du contrôle et du modèle *blockbuster*. Elle s'explique par la conjonction de plusieurs phénomènes cumulatifs.

*Primo* on observe une baisse de la productivité de la R&D attestée par le non renouvellement des *pipelines* et la baisse du nombre d'AMM alors que les coûts et dépenses de R&D sont croissants. Cette baisse s'explique autant par l'évolution des règles d'échange (taille des échantillons pour les essais cliniques entraînant une croissance des coûts) que d'une difficulté croissante à innover, que les stratégies de fusions et d'externalisations n'ont pas réussi à résoudre, voire ont accentué en bureaucratisant la recherche. Ainsi, l'entrée dans le paradigme biotech n'a pas résolu le problème majeur de l'innovation pharmaceutique.

**Graphique 6 : Nouvelles entités moléculaires (NME) approuvées par la FDA et dépenses totales en R&D des membres du PhRMA en millions de dollars**



Sources : PhRMA (syndicat américain de l'industrie pharmaceutique), FDA

*Secundo* face au faible renouvellement des *pipelines*, les gouvernements font pression à la baisse des prix et des remboursements, en poussant à l'utilisation de médicaments génériques. Au cours des deux prochaines années, de nombreux *blockbusters* représentant plusieurs dizaines de milliards de dollars vont perdre leurs brevets. En particulier l'Hatch Waxman Act de 1984, dont l'objectif originel était de faciliter la création du marché des génériques tout en maintenant une protection efficace sur les brevets, est désormais utilisé par des entreprises de génériques (groupes canadiens et indiens essentiellement) afin de contester la validité des brevets des *blockbusters*. En effet un amendement prévoit qu'une entreprise de générique peut obtenir une AMM rapidement sans essais cliniques (*Abbreviated New Drug Application* ou ANDA) si l'entreprise prouvait que sa molécule était équivalente à celle sur le marché. De plus le paragraphe IV instituait que si l'entreprise de génériques accuse que le brevet du médicament éthique est invalide et parvient à le prouver, elle bénéficie de 180 jours d'exclusivité sur le marché face aux autres entreprises de génériques. En échange l'entreprise de médicaments de marque bénéficiait automatiquement de 45 jours de protection et la possibilité d'attaquer en procès le fabricant de générique pour contester son accusation. Dans les faits cette pratique ne s'est véritablement propagée qu'à la toute fin des années 1990 et au début des années 2000, quand les fabricants indiens, israéliens et canadiens ont décidé de s'attaquer à certains brevets de *blockbusters*. Ainsi entre 1984 et 1989, seuls 4% des ANDAs contenaient des certifications « paragraphe IV », c'est-à-dire des contestations de brevets. Entre 1998 et 2000, 20% des ANDAs étaient certifiées paragraphe IV. Jusqu'alors, les grands groupes pouvaient gérer ce problème en attaquant en justice l'entreprise de générique, ce qui donnait droit à 180 jours de protection supplémentaires (FTC, 2002). Mais cette pratique est désormais interdite. Donc les nouveaux entrants sur le marché posent des problèmes aux *Big Pharma*, notamment sur la pérennité du modèle *blockbuster* et ce qui rend le champ instable.

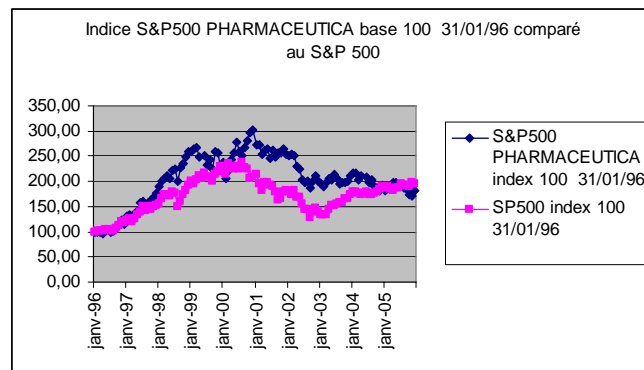
*Tertio* suite à plusieurs affaires amenant à des accidents sanitaires la FDA est beaucoup plus sévère.

*Quattro* le développement de la génomique rend de plus en plus caduque les modèles *blockbuster* car elle doit amener progressivement vers une médecine plus individualisée remettant en cause les médicaments s'adressant à des marchés larges. De fait les médicaments post-génomiques s'adresseront à des niches et seront très chers (par exemple des médicaments

d'oncologie comme l'Herceptin coûtent plusieurs milliers de dollars par prescription annuelle).

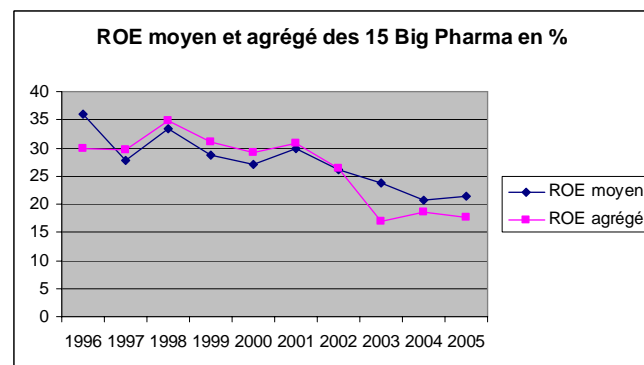
Le ralentissement de la productivité de la recherche a entraîné une baisse du ROE moyen des 15 principales *Big Pharma*, passant de 36% en 1996 à 21% en 2005. Les performances boursières de l'industrie s'en ressentent : alors qu'il surperformait le marché pendant des années, depuis 2004 l'indice de référence pharmaceutique est inférieur à l'indice de référence S&P500, ce qui aggrave l'appétit des investisseurs.

**Graphique 7 : Indice S&P500 Pharmaceutica base 100 au 31/01/1996 comparé au S&P 500**



Sources : Thomson Financials

**Graphique 8 : Le déclin de la rentabilité des 15 plus grandes Big Pharma**



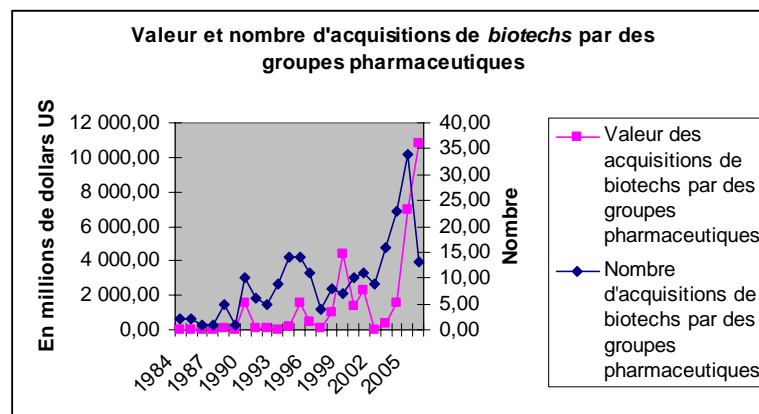
Sources : rapports annuels, calculs de l'auteur

## 6. Au-delà du modèle blockbuster ? Nécessité d'inventer une nouvelle conception du contrôle et difficultés du changement

Ces évolutions ont fini par modifier l'opinion des analystes sur le secteur et ce qui apparaîtrait comme le « *one best way* ». En réalité aucun modèle clair ne semble encore faire consensus. Certains -groupes se diversifient dans les génériques, les OTC ou les vaccins tout en maintenant le cap du modèle *blockbuster* (Bayer, Novartis, Sanofi-Aventis, Abbott, Wyeth, Johnson&Johnson). D'autres accentuent leur recentrage, accompagné de stratégies de baisse

des coûts et de rationalisation, passant par des licenciements dans la R&D, les visiteurs médicaux et les usines (Sanofi-Aventis, Pfizer, Merck & Co, Eli Lilly, GlaxoSmithKline). Plusieurs CEO ou PDG ont même été licencié ou remplacé, et non des moindres (Hank McKinnel de Pfizer, Raymond Gilmartin de Merck & Co, Peter Dolan de Bristol-Myers Squibb, et plus récemment Gérard Le Fur de Sanofi-Aventis), Bien que les fusions soient critiquées par les analystes financiers, elles se multiplient dans un environnement où existent peu de nouveaux *blockbusters* et où les groupes de taille moyenne doivent atteindre une taille minimale pour survivre. Enfin les *Big Pharma* tentent également de multiplier les rachats de *biotechs* à des prix de plus en plus élevés (Pfizer, GSK, Sanofi-Aventis, AstraZeneca) ou prennent des licences pour enrichir leur *pipeline*. La croissance externe apparaît comme une solution pour se soustraire au risque de prédation et tenter de résoudre à court terme le problème du tarissement de l'innovation. Par ailleurs constatant le tarissement de leur *pipeline* dû à la baisse de la productivité, quelques groupes ont annoncé leur intention d'augmenter leurs dépenses de R&D de façon importante.

### Graphique 9 : Acquisitions d'entreprises de biotechnologies par des groupes pharmaceutiques



Source : SDC Platinum

Enfin la génomique remettant en cause le modèle *blockbuster* au profit de médicaments de niches, les analystes financiers voient se profiler une nouvelle conception du contrôle dans lequel les grands groupes un modèle « *nichebuster* » ou « *multibuster* ». Ils peuvent s'avérer cohérents dans la mesure où la taille des échantillons pour les essais cliniques peut être plus faible et le taux d'attrition moins important que pour d'autres médicaments réduisant le coût des essais, tandis que la rationalité plus grande des processus d'innovation peut accroître la productivité de la recherche, assurant une rentabilité élevée. Ils remettraient en cause les visites médicales pour se focaliser vers les techniques diagnostics et les PBM. Outre les *biopharma*, certaines *Big Pharma* comme Roche ont réussi leur mutation vers la génomique. Un tel changement est complexe pour certaines *Big Pharma*, notamment car les modèles *blockbuster* créait des attentes de rentabilité entre groupes et investisseurs qu'il est difficile de remettre en cause. De plus les investissements initiaux nécessaires pour la production de produits de biotechnologies sont très coûteux. Dès lors c'est l'invention d'une nouvelle conception du contrôle, très probablement consécutive aux interventions étatiques qui apparaît comme la condition de la sortie de crise. En attendant les réponses stratégiques sont désordonnées, et montrent la prégnance toujours forte de l'ancienne conception du contrôle.



## Conclusion

Cet article s'est intéressé à la manière dont le processus de financiarisation a influencé les modèles productifs dans l'industrie pharmaceutique. Pour cela, il a développé une grille d'analyse institutionnaliste de l'industrie et des modèles productifs.

Ce travail montre que malgré le maintien de différences liées aux origines nationales des firmes, la financiarisation couplée à la concurrence pour le contrôle et à la concurrence sur le marché des produits avait conduit à l'hégémonie de la conception du contrôle *blockbuster* et des modèles productifs fondés sur des stratégies innovations et volumes. Ces modèles, fondés sur un recentrage sur la mise sur le marché de médicaments *blockbusters* par la pénétration du marché américain, sont liés à la recherche de positions dominantes et aux spécificités du rapport commercial de l'industrie (systèmes de brevets, d'AMM et de remboursements des médicaments), que le processus de financiarisation exacerbe, via les normes de rentabilité financière et les préférences imposées par les investisseurs institutionnels et des analystes financiers. Nous rejoignons en cela les conclusions de Palpacuer *et al.* (2006) fondées sur le cas de l'agroalimentaire. Une fois une stratégie innovation et volume adoptée, la lutte pour le contrôle et le risque d'OPA en cas de perte du *blockbuster* contraint les *managers* à respecter les normes de la valeur actionnariale et pousse à augmenter la productivité de la R&D, en recourant aux fusions, alliances et externalisation. Si cette conception de contrôle a entraîné une focalisation plus grande sur le marketing, elle n'a pas pour autant conduit au sacrifice des investissements en R&D, ceux-ci ayant continué à croître régulièrement. En revanche le choix des programmes de recherche et des investissements se sont faits selon les règles de la valeur actionnariale, tandis que la DVA a atteint des niveaux supérieurs aux dépenses de R&D, la diminution actuelle de la productivité semblant attester que les dépenses de R&D n'aient pas été suffisantes pour empêcher la crise de l'industrie et les problèmes de l'innovation. Mais plus fondamentalement, les stratégies *blockbuster*, bien qu'adaptées au contexte institutionnel du marché américain, sont intrinsèquement déséquilibrées et risquées : pour maintenir la même croissance, il faut renouveler rapidement le portefeuille et un rendement constant de l'innovation (pour mettre sur le marché des produits dont le prix élevé se justifie), qui lorsqu'il n'est pas atteint, pousse les firmes vers la croissance externe. Mais c'est bel et bien un ralentissement de la productivité de la R&D qui fut observé, les fusions ayant amené des difficultés de gestion. La diminution de la productivité de la R&D et un certain nombre de difficultés ont conduit à une fragilisation du compromis qui structure le rapport commercial, amenant des exigences sanitaires plus fortes et des restrictions sur les prix, amenant la crise de la conception du contrôle et des modèles *blockbuster*. La crise de l'industrie pourrait amener des modèles alternatifs et plus différenciés chez les groupes dominants, sans que pour autant la financiarisation des groupes ne soient remise en cause. Au final, la financiarisation a bien influencé les transformations du secteur et des modèles productifs, mais la forme prise par ce processus possède des spécificités sectorielles. Plus qu'une homogénéisation des modèles productifs, il s'agirait plutôt d'un processus d'hybridation.

## Bibliographie

- Aglietta M. et Rébérioux A. (2005), *Dérives du capitalisme financier*, Bibliothèque Albin Michel Economie, Albin Michel, Paris (France).
- Amable B. et Palombarini S. (2005), *L'économie politique n'est pas une science morale*, Paris, Raisons d'agir.
- Aoki M. (2001), *Towards a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, The MIT Press, traduction française: *Fondements d'une analyse institutionnelle comparée*, Paris, Albin Michel, 2006.
- Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, coll. Repères, Paris, La Découverte.
- Batsch L. (2003), "Le recentrage : une revue des approches financières", *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 6, n°2, juin 2003, p.43-65.
- Berle Adolf et Means Gardiner (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan.
- Blair M. M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, Brookings.
- Boyer R. et Freyssenet M. (2000), *Les modèles d'affaire*, Collection Repères, La Découverte, Paris.
- Boyer R. (2003), « L'anthropologie économique de Pierre Bourdieu », *Actes de la recherche en sciences sociales*, 2003/5, n°150, p.65-78.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2, p.57-88.
- Charreaux G. (2002), « Variations sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise' », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5 n°3, septembre 2002, p.5-68.
- Chauveau S. (1999), *L'invention pharmaceutique. La pharmacie française entre l'Etat et la société au XX<sup>ème</sup> siècle*, Institut d'éditions Sanofi-Synthélabo, coll. Les empêcheurs de penser en rond, Paris, France.
- Chesbrough H. and Rosenbloom R. (2002), "The Role of the Business Model in Capturing Value from Innovation: Evidence's from Xerox Corporation's Technology Spin Off Companies", *Industrial and Corporate Change*, vol.11, n°3, p.529-555.
- Colletis G. (coord), Auvray Tristan, Lavigne Stéphanie, Montalban Matthieu, Morin François et Raduriau Geoffroy (2007), « La financiarisation des stratégies : transferts de risque, liquidité, propriété et contrôle », *Cahier du GRES*, N°2007-09.
- Commons J.R. (1934), *Institutional Economics. Its place in Political Economy*, éditions Transactions Publishers [1990].
- Coriat Benjamin et Orsi Fabienne (2003), *Droits de propriété intellectuelle, marchés financiers et innovation, une configuration soutenable ?*, Lettre de la Régulation n°45, juillet.
- Dobbin F. et Zorn D. (2005), « Corporate malfeasance and the myth of shareholder value », *Political Power and Social Theory*, volume 17, 179-198.

- Federal Trade Commission (2002), *Generic Drug Entry Prior to Patent Expiration: An FTC Study*, July.
- Fligstein N. (2001), *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton University Press, Princeton (Etats-Unis).
- Fligstein N. et Shin T-J. (2004), *The Shareholder value and the Transformation of the American Economy, 1984-2001*, working paper.
- Froud J., Johal S., Leaver A. et Williams K. (2006), *Financialisation and strategy: narrative and numbers*, Londres, Grande-Bretagne, Routledge.
- Hall Peter et Soskice David (2001), *Varieties of capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press.
- Hamdouch, A. et Depret, M-H. (2001), *La nouvelle économie industrielle de la pharmacie: structures industrielles, dynamique d'innovation et stratégies commerciales*, Paris, Biocampus, Elsevier.
- Hauray B. (2006), *L'Europe du médicament. Politique-Expertise-Intérêts privés*, Paris, Les presses de Sciences Po.
- Höpner Martin (2001), *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*, document de travail Max Planck Institute.
- Hubbard Glenn R. (1998), "Capital Market Imperfections and Investment", *Journal of Economic Literature*, Volume 36, n°1, March, pp.193-225.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol.3, octobre 1976, p.305-360.
- Jensen M.C. (1984), "Takeovers : Folklore and Science", *Harvard Business Review*, p.109-121.
- Jensen M.C. (1986), "The Agency Cost of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol.76, n°2, mai, p.323-329.
- Jullien B. (2004), *Pour une méso-économie politique. Eléments d'une approche institutionnaliste du changement dans les industries*, Habilitation à diriger des recherches, Université Montesquieu Bordeaux IV, Bordeaux (France).
- Jullien B. et Smith A. (2008), *Industries and Globalization: The Political Causality of Difference*, à paraître.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, volume 106, n°6.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1999a), "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, volume 54, pp.471-517.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1999b), *Investor Protection and Corporate Valuation*, document de travail NBER.
- Lazonick W. and O'Sullivan M. (2000), "Maximising Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29, 13-35.
- Lecoq X., Demil B. et Warnier V. (2006), "Le business model, un outil d'analyse stratégique", *L'Expansion Management Review*, n°123, hiver 2006.

- Liebenstein H. (1966), "Allocative Efficiency vs X Efficiency", *American Economic Review*, no 56, juin, p. 392-415.
- McKelvey M. et Orsenigo L. (2001), *Pharmaceutical as a Sectoral Innovation System*, working paper.
- Milgrom P. et Roberts J. (1990), "The economics of modern manufacturing: Technology, Strategy and Organization", *American Economic Review*, volume 80, n°3, June, pp.511-528.
- Montalban M. (2005), *Financialization, product policy and variety of capitalism : the case of pharmaceutical sector*, présentation au WorkPackage 3 et 5, ESEMK 20-21 octobre 2005.
- Montalban M. (2008), Shareholder value, Political Work and Globalization in the
- Morin F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent. Essai sur la finance globalisée*, Editions du Seuil, Paris.
- Palpacuer F., Pérez R., Tozanli S., Brabet J. (2006), "Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprise : le cas des multinationales de l'agroalimentaires en Europe", *Finance Contrôle Stratégie*, Volume 9, n°3, septembre, p.165-189.
- Pérez R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Repères, La Découverte, Paris.
- Porter M.E (2004), "Strategy and Internet", *Harvard Business Review*, mars.
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol.25, p.123-139.
- Taggart J. (1993), *The World Pharmaceutical Industry*, Routledge, London.
- Tirole J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Vitols S. (2002), 'Shareholder value, management culture and production regimes in the transformation of the German chemical-pharmaceutical industry', *Competition & Change*, 6, 309-325.
- Weinmann N. (1998), *Les grands groupes pharmaceutiques japonais. L'ouverture à marche forcée*, Etudes du Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.

## Annexe

Tableau 10 : Composition des conseils d'administration en 2004

Nom	Composition du conseil d'administration par origine des administrateurs en %							
	% salariés	% indépendants	% financiers	%actionnaire référence	% executive management	% issus du secteur santé	%scientifiques (biologiste ou médecins)	%ex CEO ou fondateur
Abbott	0	85,7	14,2	0	7,7	0	7,7	0
Allergan	0	75,0	16,7	0	0	50	25	8,3
Amgen	0	91,7	16,7	0	0	25	16,7	0
AstraZeneca	0	75,0	16,7	0,00	8,3	0	8,3	8,3
Biogen-Idec	0	83,3	25	0	0	16,7	25	8,3
Bristol-Myers Squibb	0	91,7	16,6	0	0	8,3	16,6	0
Forest	0	84,6	0	0	14,3	0	14,3	0
Genentech	0	28,6	0	42,9	0	57,1	28,6	14,3
Genzyme	0	62,5	0	0	0	0	22,2	11,1
GSK	0	82,3	0	0	11,8	0	23,5	0
Johnson&Johnson	0	66,7	0	0	7,7	0	38,5	0
King	0	77,8	66,7	0	11,1	0	0	0
Lilly	0	90,9	15,4	0	7,7	0	23,1	0
Medimmune	0	77,8	22,2	0	11,1	22,2	44,4	11,1
Merck & Co	0	91,7	25	0	0	0	33,3	0
Mylan Labs	0	66,7	11,1	0	0	0	22,2	11,1
Pfizer	0	84,6	0	0	0	0	23,1	7,7
Schering-Plough	0	90,0	8,3	0	0	0	8,3	0
Shire	0	75,0	37,5	0	12,5	25	25	0
Watson Pharma	0	88,9	11,1	0	0	33,3	0	0
Wyeth	0	90,0	36,4	0	0	0	27,3	0
AkzoNobel	0	90,1	9,9	0	0	18,2	0	9,9
Alcon	0	37,5	37,5	25	12,5	0	12,5	12,5
Altana	50	0,0	0	8,33	0	0	50	0
Bayer	50	0,0	4,8	4,8	4,8	0	0	0
Boehringer Ingelheim	0,00	0,0	0,00	85,7	0,00	0,00	0,00	0,00
Lundbeck	33,3	50,0	11,1	0	0	33	0	0
MerckKGaA	50	0,0	13,3	25	0	0	58,3	0
Novartis	0	75,0	16,7	0	8,3	0	16,7	0
Novo Nordisk	18,75	0,0	0	18,2	27,3	18,2	0	9,1
Roche	0	70,0	18,2	22,2	0	0	44,4	0
Sanofi-Aventis	0	58,8	5,9	23,6	0	0	5,9	17,6
Schering AG	50	0,0	25	0	31,25	0	18,75	0
Serono	0	0,0	0	0	25	25	12,5	0
Solvay	0	73,3	0	7,7	0	0	0	0
Teva	0	15,4	0	0	23,1	23,1	23,1	15,4
UCB	0	50,0	0	0	0	16,7	8,3	0
Astellas	0,00	0,0	0,00	0,00	100	0,00	0	0,00
Daiichi-Sankyo	0	20,0	10	0	80	0	0	0
Eisai	0,00	0,0	8,3	0	50,00	0	0	0
Ono	0	0,0	0	0	100	0	0	0
Shionogi	0	0,0	0	0	100	0	0	0
Takeda	0	0,0	0	0	100	0	0	0
Tanabe Seyaku	0	0,0	0	0	100	0	0	0

*L'influence de la financiarisation sur les modèles productifs dans l'industrie pharmaceutique*

	Site Internet avec section investisseurs	charte de corporate governance	reference a la valeur actionnariale dans les discours	BPA	ROE/ROCE/ROI	TSR	EVA/MVA	stock-options pour la direction	Séparation Président Directeur	Actionnariat salarié	majorité administrateurs indépendants	Salariés administrateurs (hors management)	Indice de valeur actionnariale
AkzoNobel	1	1	3	1	1	1	1	1	0	0	2	1	13
Alcon	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	1	0	7
Altana	1	1	0	1	1	0	0	1	1	1	0	0	7
Bayer	1	1	3	1	1	0	1	1	1	0	0	0	10
Boehringer Ingelheim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lundbeck	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	2	0	8
MerckKGaA	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	0	0	6
Novartis	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	2	1	9
Novo Nordisk	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	6
Ono	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	3
Roche	1	1	0	1	1	0	0	1	0	0	2	1	8
Sanofi-Aventis	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	2	1	8
Schering AG	1	1	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	5
Serono	1	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	5
Solvay	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	2	1	9
Teva	1	1	0	1	0	0	0	1	1	0	1	1	7
UCB	1	1	0	1	1	0	0	1	1	0	2	1	9
Astellas	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	7
Daiichi-Sankyo	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	7
Eisai	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	6
Shionogi	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	6
Takeda	1	0	3	1	1	0	0	0	1	0	0	1	8
Tanabe Seyaku	1	0	3	1	1	1	0	0	0	0	0	1	8
Abbott	1	1	3	1	0	1	0	1	0	0	2	1	11
Allergan	1	1	3	1	1	0	0	1	0	1	2	1	12
Amgen	1	1	3	1	0	0	0	1	0	1	2	1	11
AstraZeneca	1	1	3	1	1	1	0	1	1	0	2	1	13
Biogen-Idec	1	1	3	1	0	1	0	1	1	1	2	1	13
Bristol-Myers Squibb	1	1	3	1	0	0	0	1	1	1	2	1	12
Forest	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	2	1	8
Genentech	1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	7
Genzyme	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	2	1	9
GSK	1	1	3	1	1	1	0	1	1	0	2	1	13
Johnson&Johnson	1	1	3	1	1	0	0	1	1	1	2	1	13
King	1	1	0	1	0	0	0	1	0	0	2	1	7
Lilly	1	1	3	1	1	1	1	1	0	0	2	1	13
Medimmune	1	1	2	1	0	0	0	1	0	0	2	1	9
Mylan Labs	1	1	3	1	0	0	0	1	1	0	2	1	11
Merck & Co	1	1	3	1	0	1	0	1	0	1	2	1	12
Pfizer	1	1	3	1	1	1	0	1	0	1	2	1	13
Schering-Plough	1	1	3	1	1	0	0	1	0	1	0	1	10
Shire	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	2	1	8
Watson Pharma	1	1	0	1	0	0	0	1	0	0	2	0	6
Wyeth	1	1	3	1	0	0	0	1	0	0	2	1	10



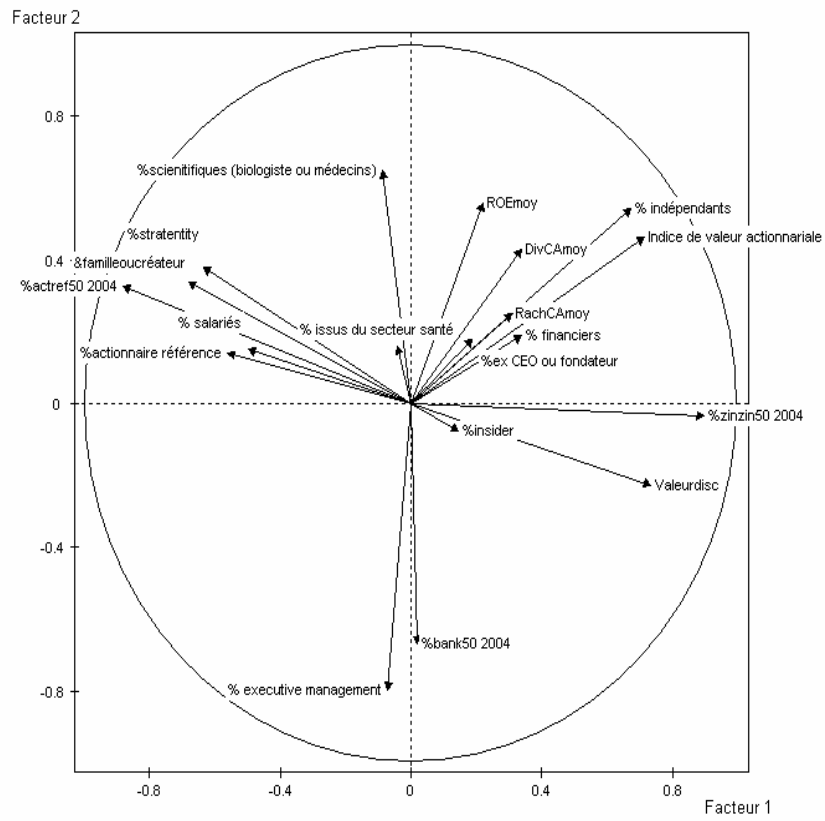
**Tableau 11 : corrélation et coordonnées des variables actives sur les axes factoriels**

VARIABLES ACTIVES VARIABLES	COORDONNEES					CORRELATIONS VARIABLE-FACTEUR				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
LIBELLE										
%zin50	0,9	-0,03	0,08	-0,25	0,07	0,9	-0,03	0,08	-0,25	0,07
%actref50	-0,88	0,33	0,04	0,17	0,06	-0,88	0,33	0,04	0,17	0,06
%stratentity	-0,63	0,38	0,09	-0,09	-0,11	-0,63	0,38	0,09	-0,09	-0,11
%familleoucréateur	-0,68	0,34	-0,17	-0,22	-0,3	-0,68	0,34	-0,17	-0,22	-0,3
%insider	0,15	-0,08	0,45	-0,01	0,14	0,15	-0,08	0,45	-0,01	0,14
%bank50	0,02	-0,67	-0,26	0,14	-0,31	0,02	-0,67	-0,26	0,14	-0,31
Valeurdisc	0,73	-0,23	0,15	-0,04	0	0,73	-0,23	0,15	-0,04	0
RachCAmoy	0,31	0,25	0,26	0,28	-0,56	0,31	0,25	0,26	0,28	-0,56
DivCAmoy	0,34	0,43	-0,65	0,3	0,11	0,34	0,43	-0,65	0,3	0,11
ROEmoy	0,22	0,56	-0,53	0,37	0,08	0,22	0,56	-0,53	0,37	0,08
Indice de valeur pour l'actionnaire	0,71	0,46	-0,17	0,02	-0,3	0,71	0,46	-0,17	0,02	-0,3
%salariés	-0,5	0,15	-0,14	-0,52	-0,04	-0,5	0,15	-0,14	-0,52	-0,04
%indépendants	0,67	0,54	0,07	0	0,09	0,67	0,54	0,07	0	0,09
%financiers	0,34	0,19	0,08	-0,56	0,41	0,34	0,19	0,08	-0,56	0,41
%actionnaire référence	-0,56	0,14	0,2	0,41	0,45	-0,56	0,14	0,2	0,41	0,45
%executive management	-0,07	-0,8	-0,22	0,01	-0,18	-0,07	-0,8	-0,22	0,01	-0,18
%issus du secteur	-0,04	0,16	0,73	0,1	-0,27	-0,04	0,16	0,73	0,1	-0,27
%scienitifiques	-0,09	0,65	0,06	-0,33	-0,29	-0,09	0,65	0,06	-0,33	-0,29
%exCEO ou fondateur	0,19	0,18	0,59	0,32	0,1	0,19	0,18	0,59	0,32	0,1

Voici le cercle des corrélations et le premier plan.<sup>4</sup> Le premier axe oppose les groupes dans lesquels le poids des investisseurs institutionnels est important, l'indice de valeur actionnariale ainsi que le poids des administrateurs indépendants est important, aux groupes marqués par un actionnariat protégé (*blockholders*). Cet axe oppose donc les modèles anglo-saxons aux autres. Le second axe oppose les groupes très rentables, distribuant beaucoup de valeur pour l'actionnaire et ayant des conseils d'administrations marqués par la présence d'administrateurs indépendants et de formation scientifiques aux groupes marqués par un actionnariat de type bancaire dont le conseil d'administration est composé majoritairement de managers de la firme. Cet axe oppose donc les groupes japonais aux autres. Le troisième axe oppose les groupes marqués par une part importante des administrateurs issus du secteur dans le conseil d'administration, des ex CEO et fondateurs, des *insiders* et rachetant une proportion importante de leurs actions relativement au chiffre d'affaires aux groupes marqués par un niveau élevé de dividendes par rapport au chiffre d'affaires et un ROE élevé. Cet axe discrimine parmi les groupes dominés par les investisseurs institutionnels ceux qui sont dominants et dominés : les dominés ont tendance à fortement racheter leurs actions et ont des conseils d'administrations marqués par des *insiders*, des fondateurs ou des *managers* d'autres groupes du secteur pour assurer le contrôle (il s'agit donc des *biopharma* ou des *speciality pharma*), tandis que les dominants ont des ROE plus élevés et peuvent plus facilement distribuer des dividendes.

<sup>4</sup> Les deux premiers axes concentrant 42,52% de l'inertie, le troisième axe 11,24%. Nous ne représentons pas le troisième axe, bien que nous l'interprétions.

Graphique 10 : Cercle des corrélations



**Figure 8 : L'enchevêtrement et les complémentarités institutionnelles entre les rapports des deux secteurs**

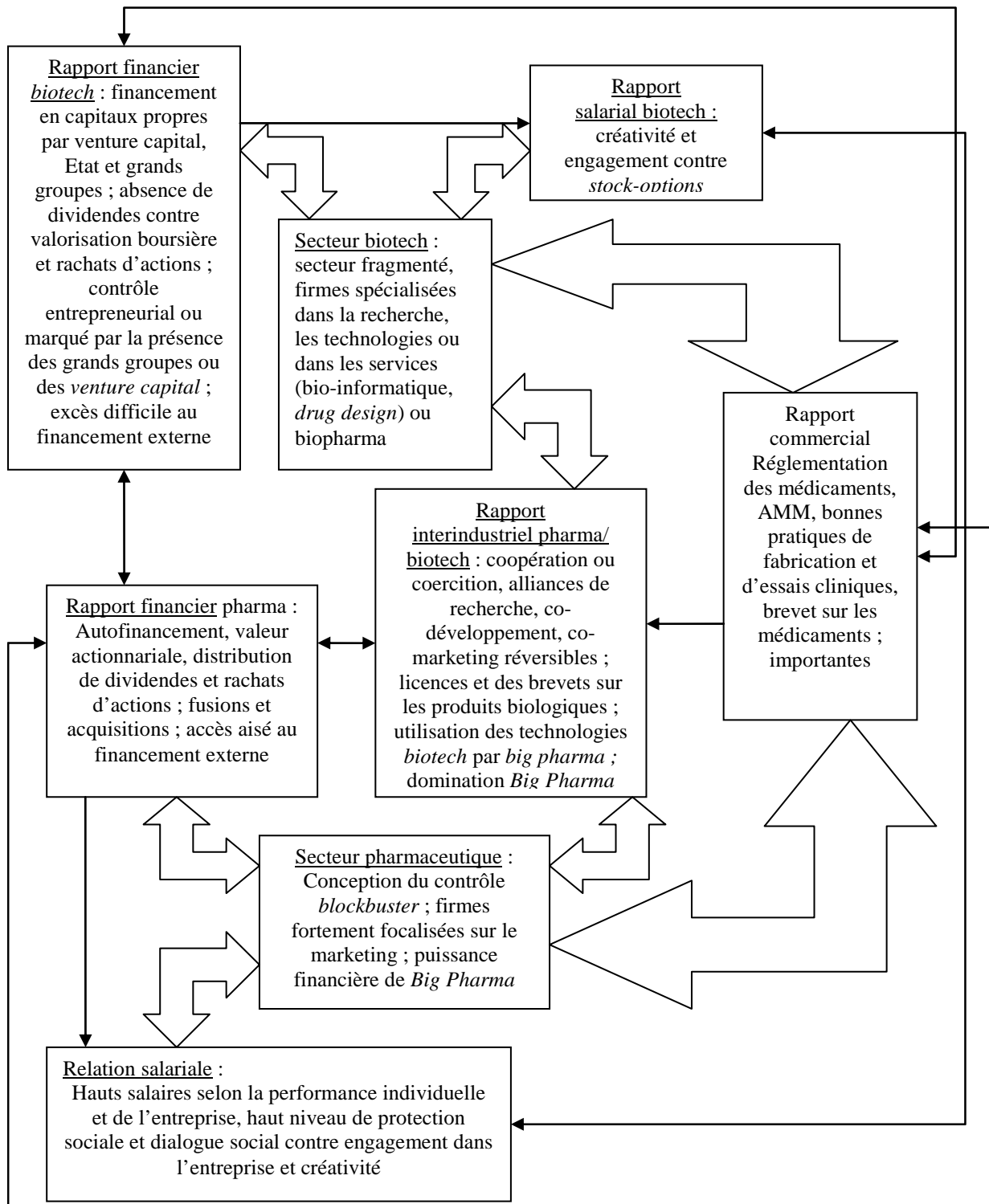


Figure 9 : Modèle productif biopharma d'Amgen

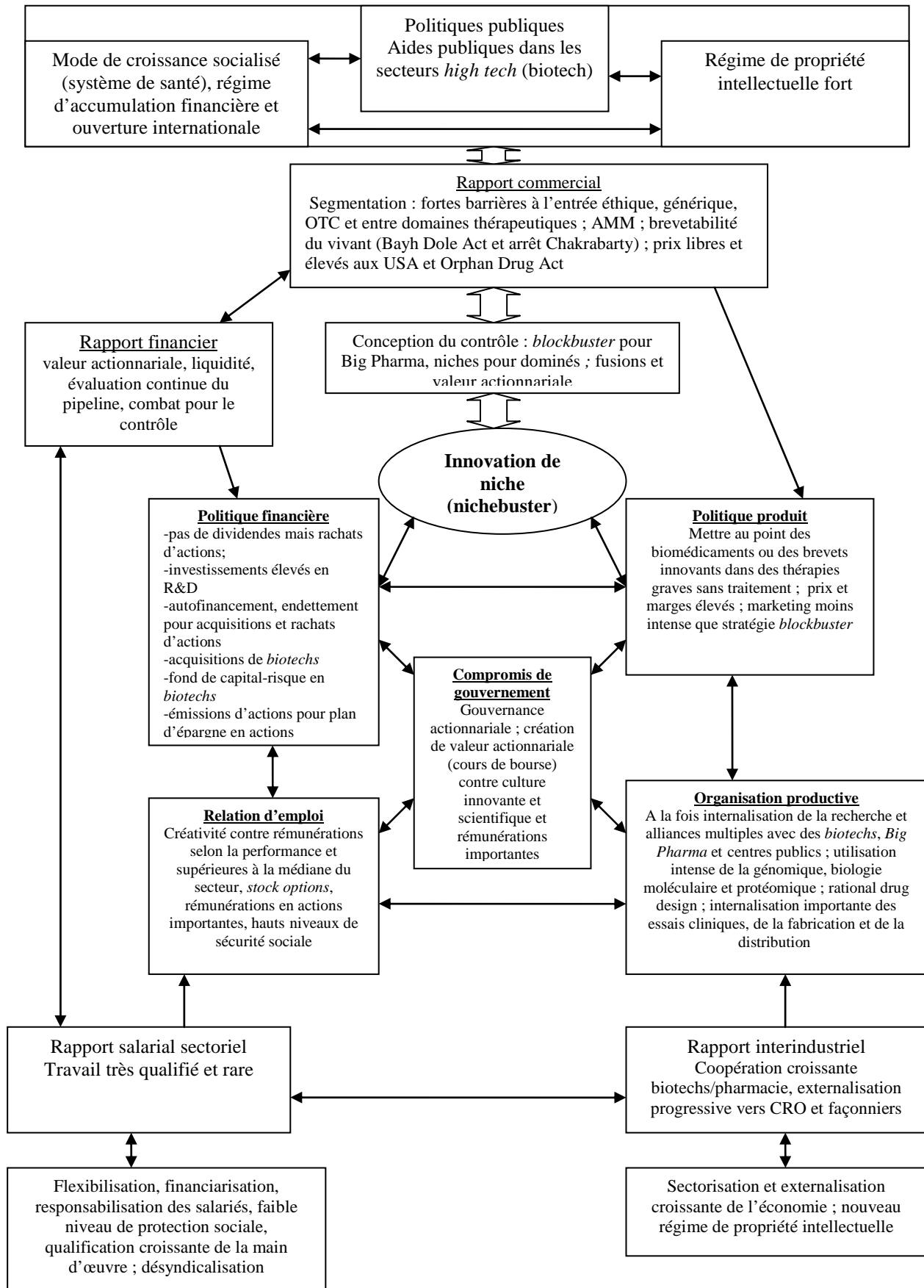
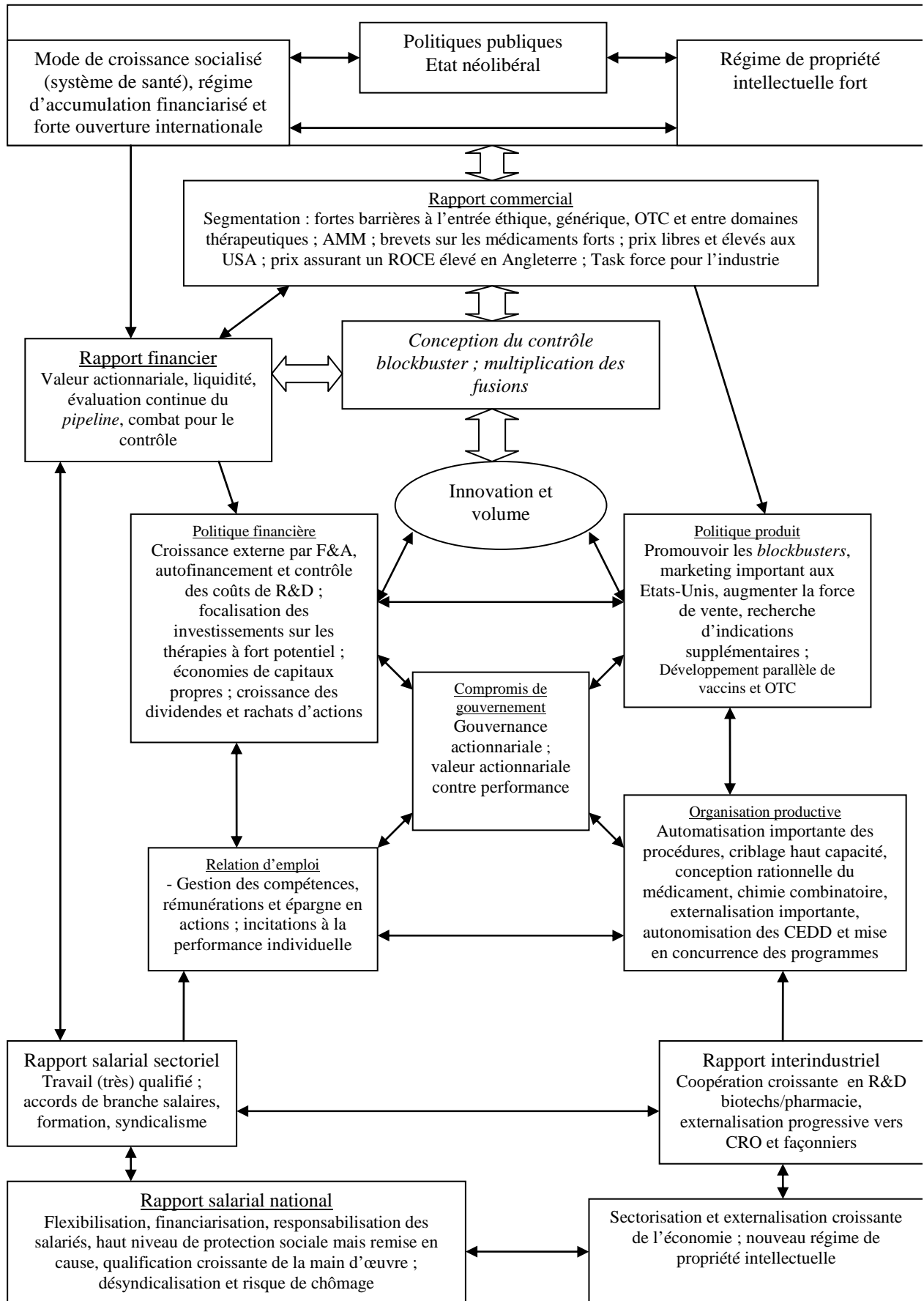


Figure 10 : le modèle productif joueur pur blockbuster (exemple de GlaxoSmithKline)



**Tableau 12 : Les stratégies de profit et leurs conditions d'efficacité dans l'industrie pharmaceutique**

Stratégie de profit	Conditions de pertinence externe				Politique produit	Politique financière	Organisation productive	Relation d'emploi	Gouvernance et compromis de gouvernement d'entreprise
	Brevets	Segments, prix, système de santé et réglementation	Rapport salarial	Rapport financier					
Innovation et volume ( <i>Big Pharma blockbuster</i> )	Forte protection des éthiques	Mode de croissance socialisé dans les pays riches, prix élevés des éthiques,	Travail qualifié	Financiarisation, valeur actionnariale, combat pour le contrôle	Marketing sur les <i>blockbusters</i> (éthiques), focalisation sur les marchés larges et rentables ; co-marketing ; publicité ;	Investissement en R&D et marketing vers les thérapies les plus rentables, F&A, financement de <i>biotech</i> , haut niveau de dividendes et rachats d'actions ; autofinancement de la RD ; peu d'émissions d'actions	Permettre le renouvellement permanent des <i>blockbusters</i> , donc assurer un flux de molécules suffisant pour le pipeline, intégration verticale de la fabrication (principe actif), alliances multiples pour assurer le renouvellement du pipeline	Salaires élevés selon la performance, protection sociale, encourager une certaine créativité dans les contraintes des programmes de RD ; épargne salariale en actions ; <i>stock options</i> pour la direction ; poids des visiteurs médicaux	Gouvernance actionnariale ; compromis à construire avec les actionnaires (création de valeur pour l'actionnaire) et les salariés (retenir par des rémunérations et des conditions attractives) : rémunérations et conditions attractives contre culture de performance et valeur actionnariale
Innovation de niche ( <i>biopharma</i> )	Forte protection des éthiques ; brevetabilité du vivant (Bayh Dole Act ; arrêt Chakrabarty)	Prix élevés sur les éthiques ; système de santé acceptant de rembourser des produits très chers ; positionnement sur des niches délaissés par les <i>blockbusters</i>	Travail très qualifié	Marchés financier développés, venture capital, financiarisation, aides publiques aux biotechnologies ; financement des <i>Big Pharma</i>	Traitements innovants en biotechnologies sur des thérapies graves ; accord de commercialisation avec <i>Big Pharma</i> , médecine individualisée ; prix très élevés	Investissements élevés en RD, autofinancement, pas de dividendes, rachats d'actions, peu d'endettement, éventuellement émissions d'actions ; financement par les <i>Big Pharma</i>	Intensité en RD, notamment en recherche, externalisation éventuelle des essais cliniques, alliances multiples pour accéder aux brevets, co-développement, internalisation éventuelle de la fabrication, génomique, protéomique, intégration verticale progressive vers l'aval	Rémunération élevée, liée au cours de bourse (distribution large d'actions), <i>stock options</i> importants, culture scientifique et créativité importante	Gouvernance actionnariale ou entrepreneuriale ; compromis à construire avec les actionnaires et les salariés autour des objectifs de création de valeur pour l'actionnaire
Volume (génériques)	Contestation des brevets ; éventuellement protection des procédés	Politiques de santé visant à limiter l'envol des dépenses ou pays émergents	Travail qualifié	Très variable : économie financiarisée ou économie d'endettement	Focalisation sur les génériques : produits à bas prix bioéquivalents, pénétration rapide du marché ; marketing auprès des pharmaciens	Investissements rapides en capital fixe ; pas de dividendes, peu de rachats d'actions ; acquisitions d'autres groupes pour profiter des économies d'échelle (et à la marge de gamme) ; peu de RD	Intégration importante de la fabrication, sous-traitance de capacité, capacité à inventer de nouveaux procédés pour contourner les brevets sur les procédés ; peu de RD	Rémunérations élevées et protection sociale, attirer rapidement la main d'œuvre compte tenu de la croissance	Gouvernance entrepreneuriale, actionnariale ou cogestionnaire ; compromis à construire avec les salariés plus qu'avec les actionnaires
Innovation de niche et volume (spécialités)	Brevets sur les éthiques et marché de génériques	Mode de croissance socialisé ; marché dominé par <i>Big Pharma</i>	Travail qualifié	Très variable : économie financiarisée ou économie d'endettement	Développer des éthiques sur des niches et développer des génériques	Politique financière conservatrice : autofinancement, peu de dividendes, investissements continus	Intégration verticale, intensité en RD moyenne	Conserver la main d'œuvre ; rémunérations plutôt élevée	Gouvernance entrepreneuriale, cogestionnaire ou actionnariale ; compromis à construire avec les salariés
Innovation et variété (conglomérats, sciences)	Brevets sur les éthiques	Mode de croissance	Travail qualifié	Economie d'endettement ;	Produits assez innovants dans les	Faibles dividendes, diversification du	Permettre d'extraire des économies de gamme ou	Emploi stable	Gouvernance managériale, cogestionnaire ou actionnariale



de la vie)		socialisé, prix relativement peu rémunérateurs sur les éthiques et marché des génériques peu développé		<i>keiretsu</i> , banque-industrie ; faiblesse des investisseurs institutionnels	médicaments (éthiques ou OTC ou matures) et dans des activités non santé	portefeuille et des risques, péréquation financière entre les activités, acquisitions de petites ou moyennes tailles ; cessions	de variété par le biais des technologies entre les différentes activités ; intégration verticale		contestée (cogestion contestée) ; compromis à construire d'abord avec les salariés
------------	--	--	--	--	--	---	--	--	--

---

***Cahiers du GREThA***  
***Working papers of GREThA***

---

**GREThA UMR CNRS 5113**

Université Montesquieu Bordeaux IV  
Avenue Léon Duguit  
33608 PESSAC - FRANCE  
Tel : +33 (0)5.56.84.25.75  
Fax : +33 (0)5.56.84.86.47

[www.gretha.fr](http://www.gretha.fr)

---

**Cahiers du GREThA (derniers numéros)**

- 2008-17 : YILDIZOGLU Murat, *Reinforcing the patent system? Effects of patent fences and knowledge diffusion on the development of new industries, technical progress and social welfare*
- 2008-18 : ROUILLON Sébastien, *On the Existence of Anonymous and Balanced Mechanisms Implementing the Lindahl Allocations*
- 2008-19 : MALFAIT Jean-Jacques, PAJOT Guillaume, *Séquestration des flux de carbone forestier : rotations des peuplements, prise en compte des produits bois et optimisation des stocks de carbone*
- 2008-20 : LAYAN Jean-Bernard, LUNG Yannick, *Attractivité et agglomération de l'industrie automobile au Maroc et en Tunisie : une analyse comparative*
- 2008-21 : CABANNES Michel, *La place de la sphère résidentielle dans le développement territorial : Quelques éléments d'appréciations*
- 2008-22 : NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *Recent exports matter: export discoveries, FDI and Growth, an empirical assessment for MENA countries*
- 2008-23 : MAGDALOU Brice, MOYES Patrick, *Social Welfare, Inequality and Deprivation*
- 2008-24 : BERR Eric, *Le développement soutenable dans une perspective post keynésienne : retour aux sources de l'écodéveloppement*
- 2008-25 : BERROU Jean-Philippe, COMBARNOUS François, *Ties configuration in entrepreneurs' personal network and economic performances in African urban informal economy*
- 2008-26 : AMABLE Bruno, LUNG Yannick, *The European Socio-Economic Models of a Knowledge-based society. Main findings and conclusion*
- 2008-27 : MAROUANE Alaya, NICET-CHENAF Dalila, ROUGIER Eric, *The law of growth and attraction: an endogenous model of absorptive capacities, FDI and income for MENA countries*
- 2008-28 : OLTRA Vanessa, *Environmental innovation and industrial dynamics: the contributions of evolutionary economics*
- 2009-01 : MONTALBAN Matthieu, *L'influence de la financiarisation sur les modèles productifs dans l'industrie pharmaceutique : domination et contradictions de la conception du contrôle blockbuster*