

HG
5152
.A25214
no.1

ERS DE L'AGENCE

n° 1 Février 1977

IC

L'Acquisition étrangère au Canada: Perspectives à long terme

par

G. A. [Edwards]



Gouvernement
du Canada

Agence d'examen de
l'investissement étranger

Government
of Canada

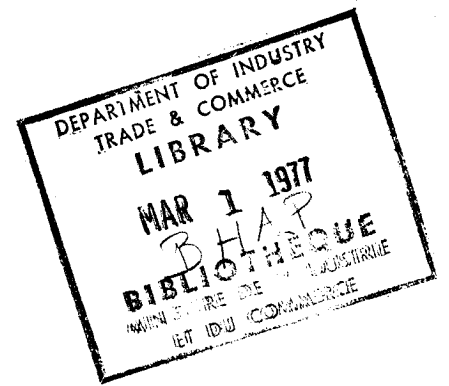
Foreign Investment
Review Agency

Des copies supplémentaires sont peuvent être demandées
au près du

Directeur, Direction de la recherche
et de l'analyse
Agence d'examen de l'investissement étranger
B.P. 2800, Succursale postale "D"
Ottawa, Canada
K1P 6A5

The English version of this report is available from

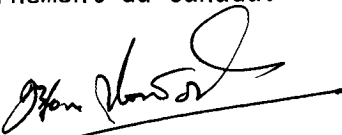
Director, Research and Analysis Branch
Foreign Investment Review Agency
P.O. Box 2800
Postal Station "D"
Ottawa, Canada
K1P 6A5



AVANT - PROPOS

L'Agence d'examen de l'investissement étranger a décidé de publier de temps à autre certains rapports de recherches. Par ces publications, l'Agence espère renseigner ses lecteurs et encourager la discussion sur divers sujets concernant les investissements étrangers directs au Canada. L'Agence sera heureuse de recevoir des commentaires sur cette publication et sur les autres qui la suivront de même que des suggestions quant aux sujets possibles des rapports à venir.

Toutes les dispositions nécessaires seront prises afin de faire en sorte que les données statistiques et autres informations ainsi que les opinions contenues dans ces rapports soient de la plus haute qualité. Le contenu de ces rapports cependant relève de l'auteur seul et ne doit pas être considéré comme reflétant les vues de l'Agence ou du Gouvernement du Canada.



Gorse Howarth
Commissaire

L'ACQUISITION ETRANGERE AU CANADA:
PERSPECTIVES A LONG TERME

1. Avant-propos

Le présent compte rendu étudie les cycles récents des opérations en matière d'acquisitions¹ étrangères au Canada. Il tente notamment de jeter quelque lumière sur l'extraordinaire essor de cette sphère d'activité au cours des années 1968 à 1970. Compte tenu de la documentation restreinte traitant des transactions d'acquisition au Canada, cette soudaine expansion n'a semblée de plus, en générale, qu'un nouveau cycle qui présente une conjoncture importante. Toutefois, un examen des tendances des acquisitions étrangères au Canada, durant les années de 1945 à 1975, ainsi que des rapports entre cette structure et un certain nombre de facteurs déterminants probables n'a apporté aucune explication satisfaisante. La présente étude examine ensuite des facteurs et des cycles à plus long terme et ce, dans le but d'apporter une réponse plus satisfaisante. Enfin, on émet des observations sur la conjoncture éventuelle des opérations au Canada en matière d'acquisitions.

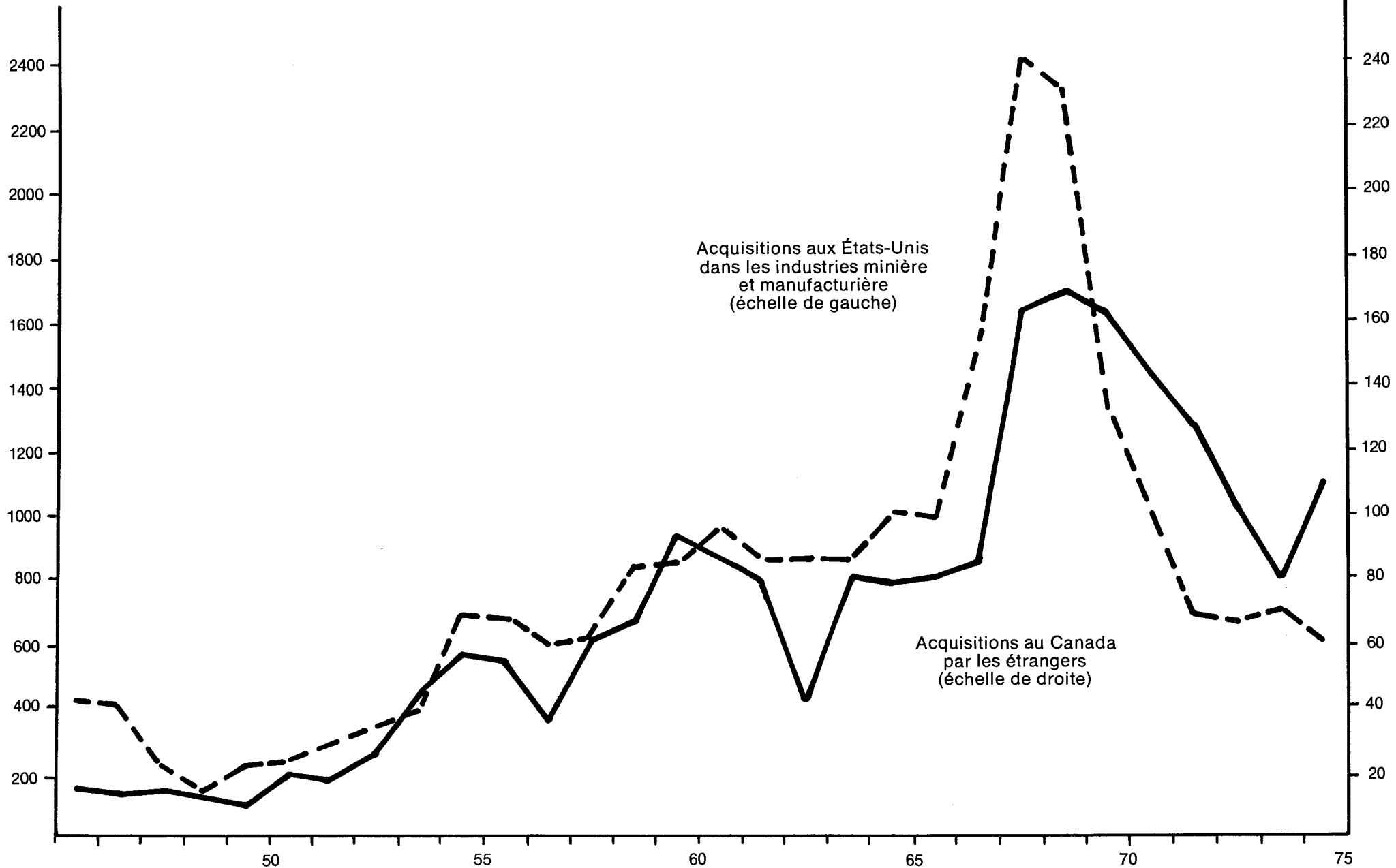
G.A. Edwards, auteur de ce rapport, est fonctionnaire à la direction de la recherche et de l'analyse de L'Agence d'examen de l'investissement étranger. Il désire souligner que la collaboration de M. Jim Wright qui a travaillé à titre d'adjoint à la recherche, à l'Agence, au cours de l'été de 1976, a été un apport précieux à la rédaction définitive du présent rapport.

1. L'expression "acquisition", telle que l'utilise le présent compte rendu, est synonyme des expressions "fusion" et "prise de contrôle".

É.-U.

CDN

TABEAU 1
OPÉRATIONS AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA EN MATIÈRE D'ACQUISITION



Source: Voyez note 2 du texte

2. Les opérations aux Etats-Unis et au Canada en matière d'acquisitions

La conjoncture, depuis 1945, en ce qui a trait soit aux opérations en matière d'acquisitions aux Etats-Unis, soit aux opérations en matière d'acquisitions étrangères au Canada, est représentée au Tableau 1² sous forme de diagramme. Ce tableau révèle des rapports remarquablement étroits entre l'importance, dans chacun des deux pays, des opérations en matière d'acquisitions. Les tendances en matière de croissance, ainsi que les mouvements de caractère cyclique, révèlent des configurations semblables: les changements relatifs au niveau des acquisitions, aux Etats-Unis, paraissent devancer d'environ un an ceux survenus au Canada. Il y a lieu de signaler que l'essor principal des opérations en matière d'acquisitions, survenu aux Etats-Unis de 1965 à 1969, s'est ensuite produit au Canada de 1966 à 1970. De même, la baisse considérable des activités aux Etats-Unis, au cours des récentes années, a ensuite eu lieu au Canada. Toutefois, l'essor et la baisse

2. Les données relatives aux acquisitions par les étrangers au Canada proviennent du Rapport annuel du Directeur des enquêtes et de la recherche, Loi relative aux enquêtes sur les coalitions. Y sont incluses les acquisitions impliquant une compagnie acquérante possédée par des étrangers ou placée sous contrôle étranger (la nationalité de la participation conférant le contrôle dans la compagnie acquise pouvait être soit étrangère, soit canadienne). Les données relatives aux Etats-Unis sont tirées du FTC Statistical Report on Mergers and Acquisitions (Rapport statistique sur les fusions et les acquisitions) publié par le Bureau of Economics (Bureau des perspectives économiques), Federal Trade Commission (Commission fédérale du Commerce). La série ne comprend que les acquisitions des sociétés minières et manufacturières.

survenus dans les opérations en matière d'acquisitions ont été quelque peu plus prononcés aux Etats-Unis qu'au Canada. Il ne s'ensuit pas nécessairement que les opérations en matière d'acquisitions survenues aux Etats-Unis, constituent un facteur déterminant des opérations liées aux acquisitions par les étrangers au Canada: il se peut que, dans chaque pays, chacune des deux séries soit influencée, de façon distincte, par des facteurs semblables. Toutefois, il existe manifestement des rapports des plus étroits entre les deux séries: ces rapports feront ci-après l'objet d'un examen plus minutieux.

3. Indicateurs relatifs aux opérations en matière d'acquisitions

Le rythme des opérations d'acquisition aux Etats-Unis, ainsi que des opérations en matière d'acquisitions étrangères au Canada, figurent au Tableau 2, en regard de trois séries, couramment utilisées, d'indicateurs économiques américains et canadiens. Chacune de ces trois variables -- cours des valeurs, bénéfices des corporations nets d'impôt, et production industrielle -- pourrait être considérée comme un indicateur de l'importance de l'activité économique globale. En raison de la corrélation importante qui existe entre elles (par exemple l'incidence, sur le cours de valeurs, des bénéfices des corporations) on ne pourrait à juste titre y voir des indicateurs véritablement indépendants. Toutefois, bien qu'il semble probable qu'il existe une certaine forme de corrélation multiple, le niveau des opérations en matière d'acquisitions étant affecté par l'incidence de ces trois facteurs, peut-être même par d'autres, le chapitre ci-après fournit une analyse distincte des rapports qui existent entre chacun des trois indicateurs et les opérations en matière d'acquisitions.

a) Cours des valeurs

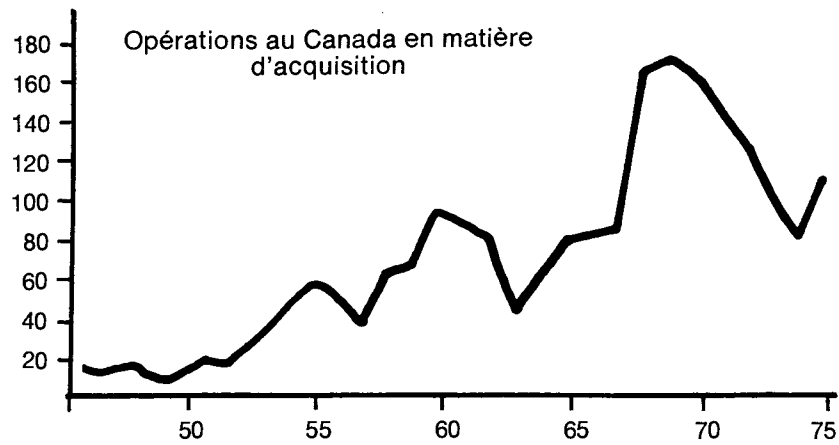
Les acquisitions sont souvent effectuées

grâce à un échange de valeurs entre la compagnie acquérante et la compagnie acquise. Dans la mesure où le cours des valeurs en hausse tend à accroître le "pouvoir d'achat" de la compagnie songeant à l'acquisition, il semble susceptible de relever le niveau des opérations en matière d'acquisitions. De plus, le niveau du cours des valeurs tend à se conformer aux perspectives visant à la fois le niveau pour l'avenir des bénéficiaires des sociétés et celui du bien-être économique global. Pour ces motifs, il est raisonnable de prévoir quelque corrélation entre le niveau du cours des valeurs et le niveau des opérations en matière d'acquisitions.

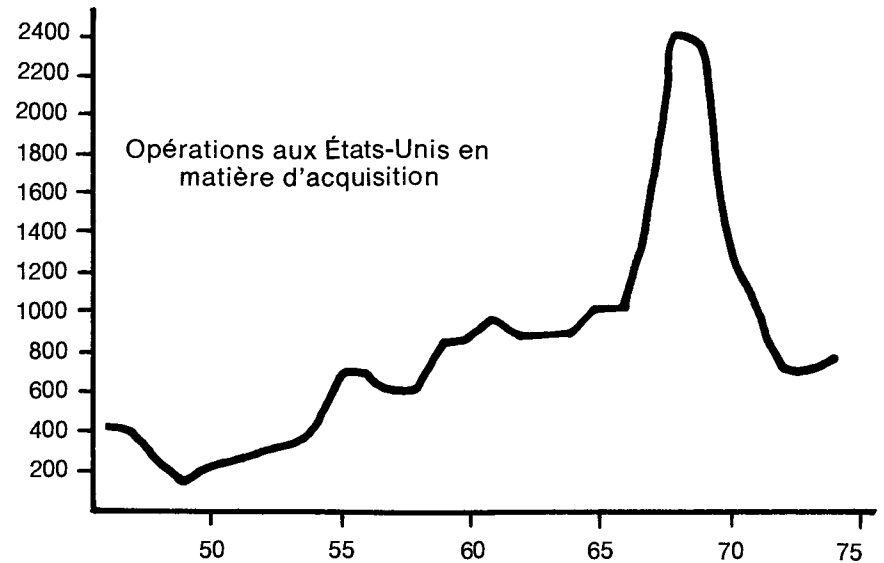
Le rythme du cours des valeurs aux E.-U. accuse, à certains égards, des rapports assez étroits avec celui des opérations d'acquisitions aux Etats-Unis. Le niveau maximal du cours des valeurs en 1955, en 1960, en 1965 et en 1968 coïncide toujours avec les points culminants ou avec de durables sommets périodiques, en ce qui a trait aux opérations en matière d'acquisitions. De même, les baisses en matière d'opérations boursières, survenues en 1953, en 1957, en 1962 et en 1966 correspondent assez bien à des baisses cycliques survenues dans les opérations d'acquisitions. Toutefois, l'évolution du cours des valeurs n'explique pas l'extraordinaire hausse des opérations en matière d'acquisitions survenue au cours des années 1968 à 1970: il n'explique pas non plus la baisse considérable qu'ont accusée les acquisitions au cours des années 1970 à 1974.

Le rapport entre le cours des valeurs et les opérations au Canada en matière d'acquisitions est semblable à celui qui existe aux Etats-Unis. Les points culminants du marché boursier en 1951, en 1955, et en 1968 coïncident raisonnablement avec les sommets temporaires ou durables qu'accuse le niveau des opérations en matière d'acquisitions. Toutefois, le rythme de l'évolution du cours des valeurs n'explique pas la baisse, enregistrée en 1957 et en 1963, des opérations en matière d'acquisitions. Il n'explique pas, davantage que les données en provenance des Etats-Unis, la hausse importante ou la baisse soudaine qu'ont accusées, à la fin des années 60 et au début des années 70, les opérations en matière d'acquisitions.

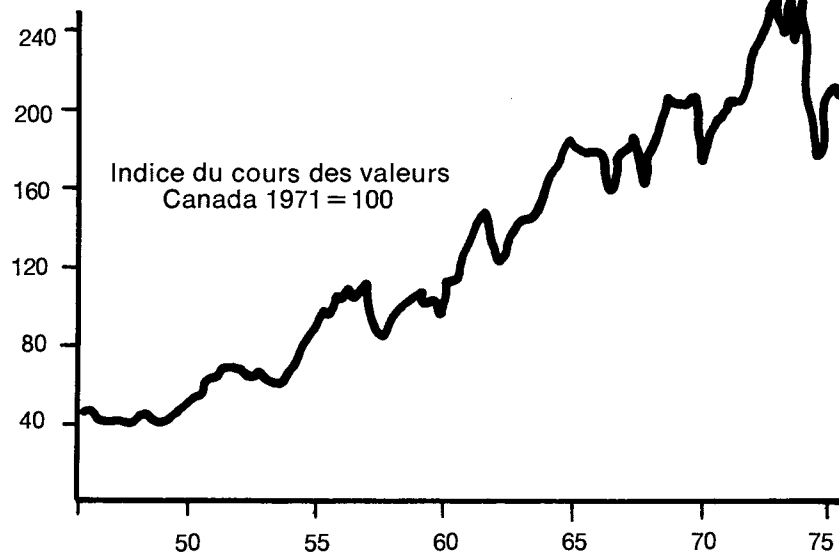
TABLEAU 2
INDICATEURS ÉCONOMIQUES DES OPÉRATIONS EN MATIÈRE D'ACQUISITION



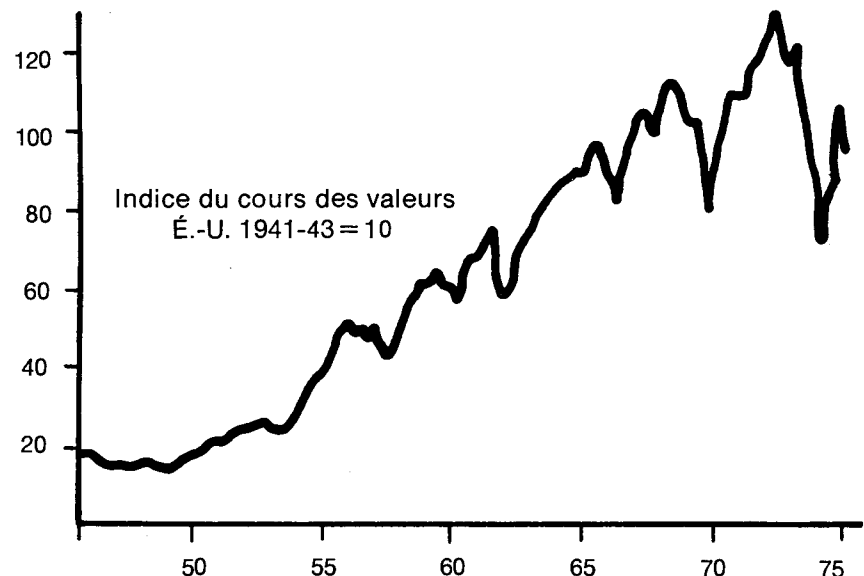
Source: Voyez note 2 du texte



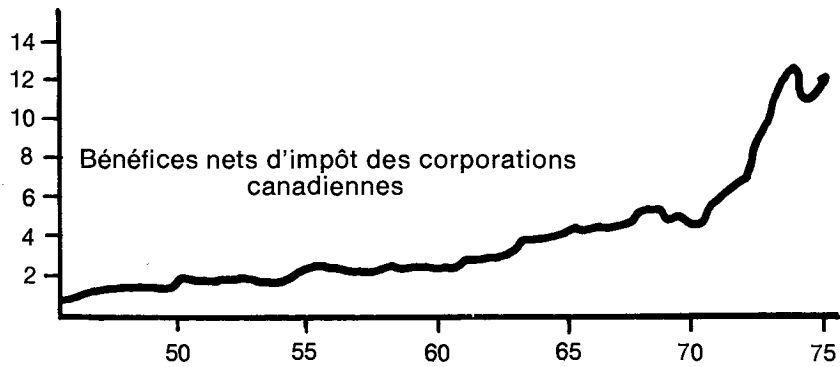
Source: Voyez note 2 du texte



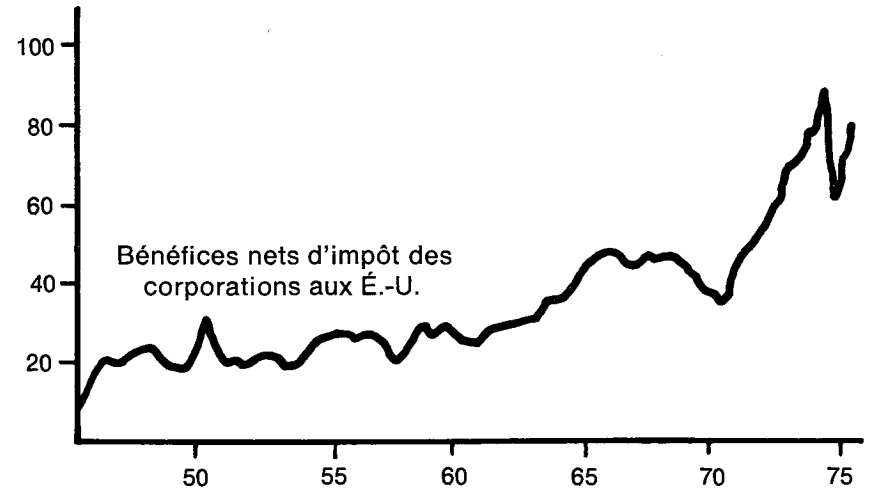
Source: Statistiques Canada



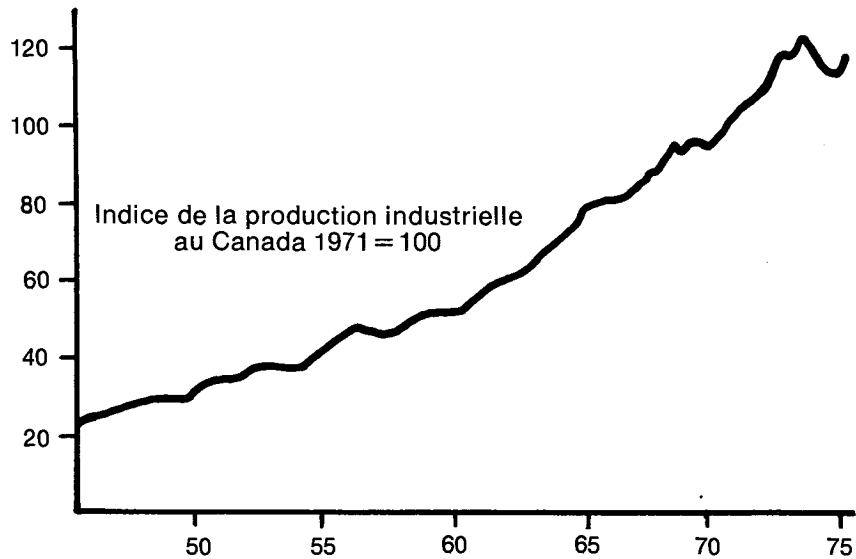
Source: Indice industriel, Standard and Poor's Corporation



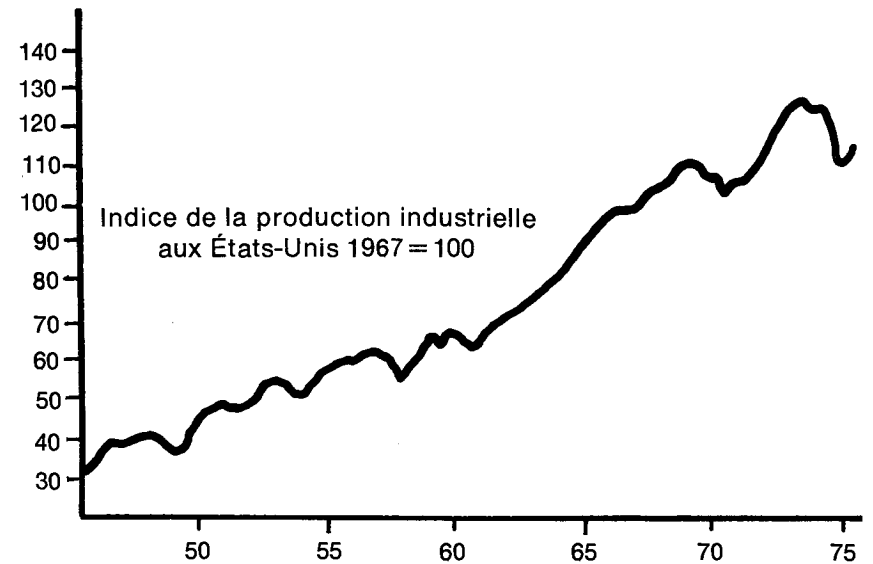
Source: Statistiques Canada



Source: Secrétariat du Commerce, É.-U.



Source: Statistiques Canada



Source: Secrétariat du Commerce, É.-U.

b) Les bénéfices, nets d'impôt, des corporations

On a souvent recours, à titre de critère du bien-être économique en général, au niveau des bénéfices, nets d'impôt, des corporations: on y a recours, en outre, à titre d'indicateur des disponibilités des corporations. En conséquence, on pourrait normalement supposer que le niveau des bénéfices des corporations serait, en général, un indicateur de l'empressement et de l'aptitude, chez les corporations, à procéder à des acquisitions.

L'évolution que suivent, aux Etats-Unis, les bénéfices nets d'impôts des corporations accuse un faible degré de corrélation avec celle des opérations en matière d'acquisitions. Les baisses survenues dans les bénéfices des corporations en 1953, en 1957, en 1960 et en 1966 coïncident soit avec une baisse, soit avec un accroissement plus lent des opérations en matière d'acquisitions. Mais l'évolution des bénéfices des corporations, durant la période de 1965 à 1968, n'explique pas l'expansion étonnante, durant cette période, des opérations en matière d'acquisitions. De même la baisse des bénéfices, au cours des années 1969 et 1970, coïncide avec la baisse du niveau des opérations en matière d'acquisitions. Mais là encore, c'est une baisse beaucoup trop forte qui survient dans les opérations en matière d'acquisitions. Enfin, les opérations en matière d'acquisitions révèlent une baisse constante tout au long de la période d'accroissement très marqué des bénéfices des années 1971 à 1973.

Les rapports entre les opérations en matière d'acquisitions, survenues au Canada, et les bénéfices nets d'impôt des corporations canadiennes, ne sont pas aussi étroits qu'ils le sont aux Etats-Unis. Là encore on ne trouve aucune explication satisfaisante, dans les données relatives aux bénéfices, quant aux cycles des acquisitions effectuées pendant la vague de prospérité suivie d'une crise sévère, cycles qui ont marqué la fin des années 60 et le début des années 70.

c) La production industrielle

On peut voir dans les niveaux, tout comme dans les tendances de la production industrielle, des indicateurs raisonnablement sûrs de l'activité économique en général. Etant donné qu'un accroissement constant de l'activité économique s'accompagne habituellement d'une hausse des bénéfices, de "cash flows" en hausse et de perspectives d'avenir généralement favorables, il paraît raisonnable de supposer que des facteurs communs influenceront tant sur le niveau de la production industrielle que sur celui des opérations en matière d'acquisitions.

Le tableau donne à entendre qu'il existe des rapports entre la production industrielle et les opérations en matière d'acquisitions, mais il laisse entendre que ces rapports sont quelque peu négligeables. Aux Etats-Unis, tout comme au Canada, la production industrielle, ainsi que les opérations en matière d'acquisitions, ont révélé en général, tout au long de la période à l'étude, des tendances à la hausse. En outre, un ralentissement du rythme d'accroissement de la production industrielle s'est souvent accompagné d'une diminution ou d'une augmentation plus lente du nombre des opérations en matière d'acquisitions. Toutefois, dans ces deux pays, le rythme de la production industrielle n'explique aucunement le rythme considérable des acquisitions survenu à la fin des années 60.

d) Les autres indicateurs économiques

On a également procédé à un examen des rapports entre les opérations en matière d'acquisitions et un certain nombre d'autres indicateurs. Il s'agit notamment des constitutions en corporations de nouvelles entreprises, des faillites commerciales, des taux d'intérêt, du volume des opérations de bourse et de la valeur nette en dollars des nouvelles émissions d'actions ordinaires. Il ne paraît guère y avoir de rapports entre les opérations en matière

d'acquisitions, les constitutions en corporations de nouvelles entreprises, et les faillites commerciales. De même, le niveau des taux d'intérêt semble en général avoir peu d'incidences sur les opérations en matière d'acquisitions. Toutefois, la baisse récente et prolongée des opérations en matière d'acquisitions coïncide avec une période de taux d'intérêt maximaux.

Les opérations en matière d'acquisitions paraissent accuser un certain degré de corrélation à la fois avec le volume des transactions boursières et avec la valeur nette en dollars des émissions d'actions ordinaires: ce degré de corrélation n'est pas cependant aussi élevé qu'avec le cours des valeurs. Et, puisque le volume des transactions et le taux net des émissions d'actions ordinaires sont des variables qui atteignent habituellement un niveau record lorsque les cours de la bourse atteignent leur point culminant ou s'en rapprochent, il semble raisonnable de conclure à une influence plus importante des cours de la bourse et à une influence d'une portée nettement moindre, ou peut-être à l'inexistence d'une influence distincte lorsqu'il s'agit de l'incidence, au plan des opérations en matière d'acquisitions, des deux autres de ces trois variables.

En résumé il semble que les opérations en matière d'acquisition, par les étrangers au Canada, s'apparentent très étroitement aux opérations en matière d'acquisitions réalisées aux Etats-Unis. De plus, les cours de la bourse semblent constituer le meilleur indicateur des opérations en matière d'acquisitions. Toutefois, ni les cours de la bourse ni les autres indicateurs retenus en supplément ne peuvent expliquer la hausse des opérations en matière d'acquisitions, intervenues au Canada et aux Etats-Unis durant les années 1968 à 1970. Et aucun des indicateurs n'explique la baisse très sensible des opérations en matière d'acquisitions, baisse survenue au cours des années 1970 à 1973. Ceci donnerait à entendre que quelque autre facteur ou une combinaison de facteurs a dû contribuer à la conjoncture. Une compréhension de la nature de cet

autre ou de ces autres facteurs pourrait aider à déterminer si l'on peut s'attendre, dans un proche avenir, à une autre forte hausse des opérations en matière d'acquisitions et, en tout état de cause, quelles sont dans ce domaine les perspectives d'avenir.

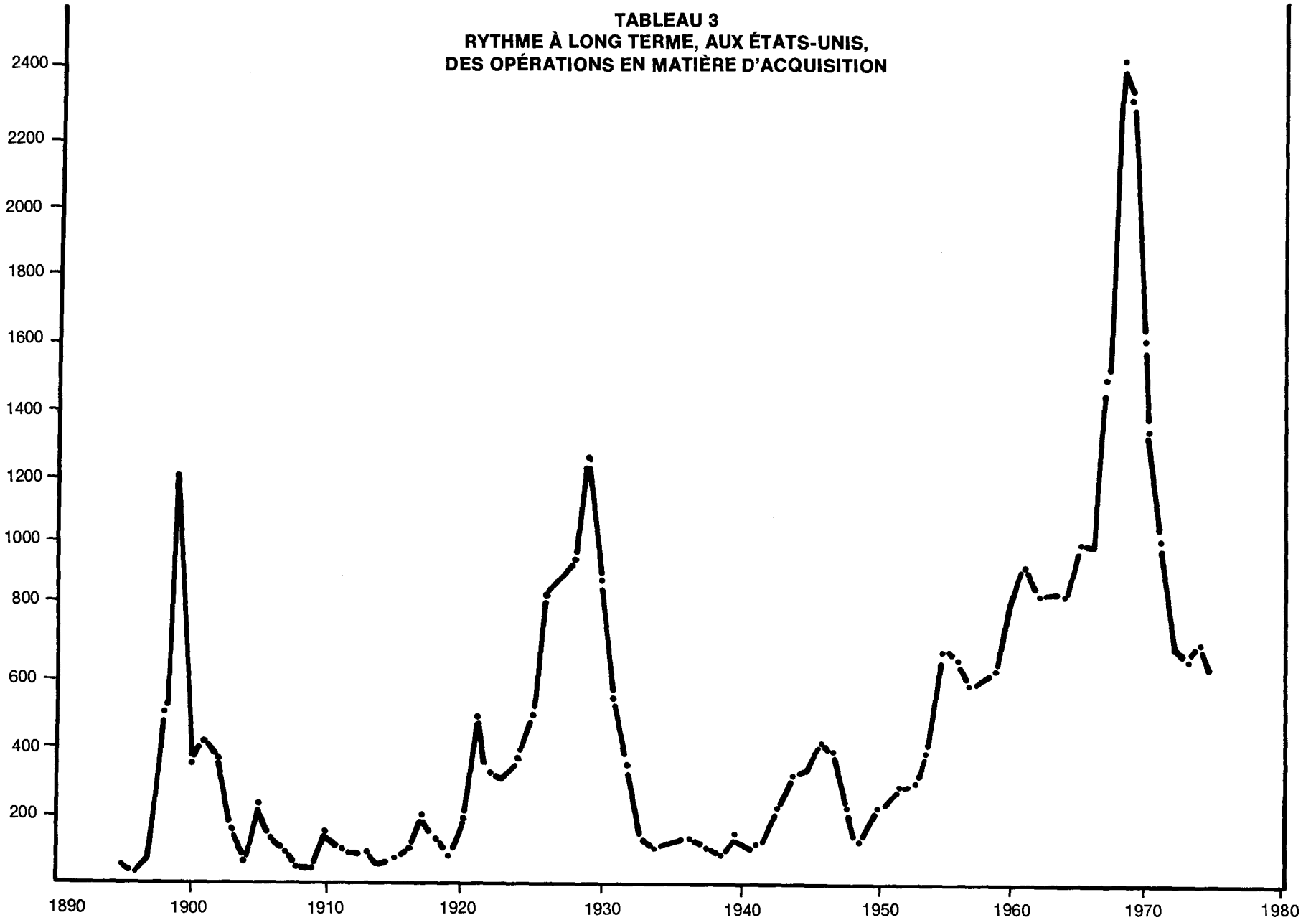
4. La structure à long terme des opérations, aux Etats-Unis, en matière d'acquisitions

On pourrait normalement s'attendre à ce qu'une étude du rythme à long terme des opérations en matière d'acquisitions, au Canada et aux Etats-Unis, fournisse d'autres aperçus quant à la hausse qui est survenue dans les deux pays au cours de la fin des années 60. Toutefois, puisqu'on ne peut facilement se procurer des renseignements relatifs au rythme à long terme des acquisitions au Canada, on n'a procédé qu'à un examen du rythme, aux Etats-Unis, des périodes pour lesquelles on dispose d'une série de données plus complètes. Compte tenu de la similitude entre ces rythmes dans les deux pays depuis 1945, il est, semble-t-il, raisonnable de supposer que, selon toute probabilité, les cycles évolutifs antérieurs auraient accusé la même similitude. Mais, en tout état de cause, la conjoncture fort semblable qui règne dans les deux pays depuis 1945, plus le continuel accroissement des rapports économiques entre les deux pays, indiquent nettement que le rythme des acquisitions, dans les deux pays, continuera vraisemblablement d'être semblable dans l'avenir.

Le rythme à long terme des opérations en matière d'acquisitions, aux Etats-Unis, depuis 1895, est représenté au Tableau 3³ sous forme de diagramme.

3. (Voyez la page suivante.)

TABLEAU 3
RYTHME À LONG TERME, AUX ÉTATS-UNIS,
DES OPÉRATIONS EN MATIÈRE D'ACQUISITION



Source: Voyez note 3 du texte

Depuis lors, il y a eu trois périodes pendant lesquelles les opérations en matière d'acquisitions ont accusé une hausse sensible supérieure à la tendance à long terme: des niveaux maximaux d'activité sont survenus au cours des années 1899, 1929 et 1968. Chacune de ces trois vagues d'expansion, en ce qui concerne les opérations d'acquisition, accusait les traits communs ci-après:

1. Une période d'hyperactivité d'une durée maximale de deux ans.
2. Un niveau maximal d'opérations en matière d'acquisitions lorsque le cours des valeurs atteint son point culminant ou lorsqu'il s'en rapproche.
3. Une brusque baisse suit le point culminant des opérations en matière d'acquisitions: la période de baisse est étalée sur quatre ou cinq ans.
4. A la suite de cette brusque baisse, une période durant laquelle l'activité accuse une structure cyclique modérée mais reste bien au-dessous du niveau réalisé au point culminant de l'expansion.

-
3. Les données relatives aux années 1919 à 1939 sont tirées du Report on Corporate Mergers and Acquisitions, publiée par la Federal Trade Commission (Commission fédérale du Commerce), en mai 1955. Les données relatives aux années 1895 à 1918 sont tirées de Mergers Movements in American Industry 1895-1956, étude réalisée par M. Ralph L. Nelson et publiée par Princeton University Press en 1956. Bien que la série FTC (Federal Trade Commission) et la série Nelson aient recours à des méthodes quelque peu différentes ne suffisent pas à modifier le rythme à long terme proposé pour ce qui est des opérations en matière d'acquisitions.

5. Au sommet du cycle d'acquisition, l'absence d'un point culminant exceptionnel de la production, des prix des marchandises ou de l'activité commerciale globale.

Chacune de ces trois périodes d'expansion en matière d'acquisitions s'est accompagnée d'une hausse boursière rapide. Mais il y a eu d'autres occasions où un marché des valeurs en hausse ne s'accompagnait pas d'un accroissement des opérations en matière d'acquisitions. En 1916, en 1951 et en 1971, le marché des valeurs a atteint un nouveau point culminant. Toutefois, les opérations en matière d'acquisitions sont restées bien au-dessous de leur point culminant antérieur. En d'autres termes, une hausse rapide des valeurs boursières paraît constituer un élément nécessaire de toute expansion en matière d'acquisitions: en outre, il semble qu'il faille postuler quelque facteur spécial supplémentaire, ou une combinaison de facteurs, pour que se produise ce phénomène peu fréquent d'une prospérité soudaine suivie d'un marasme économique. Une étude de ces trois périodes d'expansion distinctes d'opérations en matière d'acquisitions donne à entendre que le facteur à postuler est peut-être l'apparition peu fréquente d'un climat au sein duquel est justifiée, au plan économique d'une manière exceptionnelle, la consolidation des organisations commerciales.

La première vague importante survenue, dans les opérations en matière d'acquisitions, à la fin des années 1890, est intervenue alors que d'importantes transformations des structures de l'économie, aux Etats-Unis avaient engendré un climat favorable. La principale transformation d'ordre structurel, au cours de la décennie précédente, avait été la création d'un réseau national de chemins de fer et ce, grâce au raccordement de centaines de lignes locales et régionales. La même époque avait assisté à l'achèvement de réseaux téléphoniques et télégraphiques à l'échelle du pays. Ces deux innovations avaient considérablement réduit le coût et accru la rapidité des transports et des communications: elles avaient ainsi créé, pour la première fois, des marchés

nationaux pour de nombreux biens et services. Dans le même temps, un marché des capitaux avait été mis en place à échelle du pays: l'accroissement des transactions boursières actives des valeurs industrielles avait rendu possible la consolidation d'un certain nombre d'industries de base et ce, sous la forme qu'on a alors qualifiée de "trusts". Le volume mensuel des transactions à la Bourse de New-York est passé de 3.4 millions d'actions en janvier 1897 à plus de 24 millions d'actions en janvier 1899, alors que le nombre des acquisitions s'est accru, passant de 69 en 1897 à 1,208 en 1899. Vers 1902, le nombre des acquisitions était tombé à 379 et le volume mensuel moyen, à la Bourse de New-York, était tombé à 16 millions d'actions environ.

Bien que l'apparition des marchés nationaux ait mis en place les mécanismes économiques de base de cette première vague d'expansion des acquisitions, la création consécutive des grands "trusts" a été effectuée d'une manière qui suggère, à l'un des observateurs spécialisés, tout au moins l'hypothèse ci-après: (traduction) "le principal motif en jeu, dans la plus grande majorité des cas, était de diminuer, d'éliminer ou de régulariser la concurrence. Chacun de ces nouveaux colosses dominait l'une des industries et exerçait désormais un contrôle précis sur les prix, sur la production, peut-être même sur l'investissement ainsi que sur le rythme de l'évolution technologique."⁴

A maints égards, cette première vague de hausse des opérations en matière d'acquisition a été la plus importante de ces trois grands cycles. Le niveau absolu d'activité -- 1,208 acquisitions en 1899 -- était remarquable étant donné les dimensions relativement modestes de l'économie des Etats-Unis.

4. J.K. Galbraith, The Great Crash, page 49.

A la vérité, le niveau des opérations d'acquisitions qui fut atteint en 1899 n'a été dépassé que quatre fois au cours des 75 années ultérieures.

L'expansion des acquisitions à la fin du siècle dernier a modifié elle aussi considérablement, la composition d'un certain nombre de secteurs de l'industrie. Avant l'expansion des acquisitions, la plupart des secteurs de l'industrie étaient caractérisés par l'existence de nombreuses firmes de petite ou de moyenne importance. L'apparition au cours de cette période, de firmes prépondérantes comme la U.S. Steel, la National Biscuit Company, la American Tobacco et la American Smelting and Refining a créé un cadre industriel au sein duquel de nombreux secteurs de l'industrie ont été dominés par une ou par quelques grandes firmes -- cadre qui pour l'essentiel a subsisté jusqu'à maintenant.

La seconde vague d'expansion des opérations en matière d'acquisition s'est prolongée de 1924 à 1930, atteignant son point culminant en 1929 avec 1,245 acquisitions. Elle aussi, tout probablement, tirait ses origines de l'évolution survenue dans les données économiques des secteurs des transports et des communications. Le nombre considérable des propriétaires d'automobiles, ainsi que la création d'un réseau national de routes, ont conféré aux familles elles-mêmes une mobilité considérablement accrue, laquelle a détruit un bon nombre de monopoles régionaux. Dans le même temps, l'usage de la publicité à l'échelle nationale est devenu beaucoup moins onéreux et plus efficace, au fur et à mesure de l'accroissement rapide du nombre des ménages possédant des postes de T.S.F. Vers le milieu des années 20, les entreprises avaient d'excellentes possibilités d'agrandir leurs installations de production, ainsi que leurs réseaux de distribution, en vue de desservir ce marché en pleine évolution.

Au cours de cette période, la formule de la compagnie de holding, créée pour détenir les actions des autres sociétés, s'est répandue de plus en plus. Vers 1928, 92, soit une sixième environ

des compagnie faisant l'objet des transactions à la Bourse de New-York, ne faisaient que détenir du capital-actions d'autres compagnies. La General Mills, la National Dairy Products, la Warner Brothers et la Commonwealth and Southern remontent toutes à cette époque.

Il semble impossible de retrouver des données complètes relatives aux opérations en matière d'acquisitions effectuées, au Canada, par des intérêts étrangers, au cours de cette période. C'est pourquoi il est impossible de savoir si l'expansion des acquisitions aux Etats-Unis a eu ou non son équivalent au Canada. Toutefois, si les opérations en matière d'acquisitions, par des étrangers, connaissent au Canada une expansion au cours de cette période, on pourrait normalement s'attendre à ce que le nombre des acquisitions effectuées par des compagnies canadiennes soit également, pour la plupart des mêmes motifs, remarquablement élevé. Un relevé relatif à un certain nombre de grandes compagnies canadiennes révèle que chacune d'entre elles a effectué, au cours des années 1928 et 1929⁵, au moins une et souvent plus d'une acquisition. Ceci donne à entendre que l'expansion des opérations en matière d'acquisitions, survenue aux Etats-Unis à la fin des années 20, s'accompagnait probablement, au Canada, d'un nombre élevé d'opérations en matière d'acquisitions -- opérations menées soit par des compagnies canadiennes à filiales étrangères, soit par des compagnies étrangères à filiales canadiennes.

La troisième période d'expansion, la plus

-
5. Etaient inclus dans ce relevé la Consolidated Bathurst, l'Abitibi, l'Alcan, la Banque canadienne impériale de Commerce, la Noranda, la Bell Canada, la Domtar, la Canada Cement, la McLean-Hunter, la Maritime Telegraph and Telephone, et le Traders Group.

récente dans le domaine des acquisitions, a débuté aux Etats-Unis en 1965: elle a atteint un point culminant en 1968, année au cours de laquelle on a procédé à l'acquisition de quelque 2,400 compagnies minières et manufacturières. Il semble bien que trois facteurs principaux aient contribué à cette troisième période d'expansion dans le domaine des acquisitions. Les deux premiers facteurs ont été: en premier lieu l'application, au processus de décision commercial, des sciences de la gestion; en second lieu, les normes très flexibles, en matière de comptabilité, utilisées tout au long de cette période. Le troisième facteur a été la décision, prise par certains des gestionnaires de l'investissement, de concentrer leurs investissements dans les compagnies accusant les accroissements les plus rapides au plan des bénéficiaires. Ces évolutions ont nettement favorisé la mise en place et la croissance du conglomérat, l'un des mécanismes dominants de cette période.

L'introduction, dans le processus de décision commercial, des sciences de la gestion a été suivie, certes, et a été favorisée, dans une large mesure, par l'utilisation accrue des ordinateurs dans le monde des affaires. Cette application des sciences de la gestion avait été conçue en vue de rendre possible, à la fois, une réduction des risques et un accroissement des gains. La doctrine selon laquelle on pourrait gérer très efficacement les mélanges d'actifs les plus divers et les plus productifs avait été adoptée tant par les gestionnaires que par les investisseurs des conglomérats: cette doctrine a abouti directement à la mise en place des conglomérats.

Un deuxième facteur, des plus importants, a été la flexibilité des normes, en matière de comptabilité, que l'on a permise durant cette même période. Les compagnies procédant à une acquisition au moyen d'un échange d'actions ordinaires ont généralement été autorisées à rendre compte de l'acquisition à titre de "mise en commun d'intérêts" plutôt qu'à titre d'"achat". Dans "mise en commun

d'intérêts" plutôt qu'à titre d'"achat". Dans "mise en commun d'intérêts", il n'est pas nécessaire de reconnaître ou d'amortir la prime versée en plus-value de la valeur aux livres de la compagnie acquise. Ainsi, la compagnie acquéreur pouvait majorer ses bénéfices du montant intégral des bénéfices de la compagnie-cible: elle pouvait procéder à une augmentation très rapide des bénéfices et ce, par le biais d'une série d'acquisitions. En outre, du fait que les actifs de la compagnie acquise avaient été enregistrés à leur coût déprécié primitif (valeur aux livres), la vente, par la compagnie acquéreur, de l'un ou de l'autre de ces actifs engendrait des bénéfices supplémentaires, bien qu'aucun bénéfice n'eût effectivement été réalisé.

Alors même que la méthode "achat" était utilisée pour rendre compte de l'acquisition, et alors même que la compagnie acquéreur était tenue de reconnaître, à titre d'achalandage, la prime versée en plus-value de la valeur aux livres, on n'exigeait pas à l'époque (comme on le fait maintenant) que l'achalandage soit amorti en regard des bénéfices à réaliser dans l'avenir. Ainsi, étant donné une telle liberté, une acquisition, dans presque tous les cas, donnait lieu à des bénéfices immédiats figurant à l'état des gains déclarés de la compagnie acquéreur.

Etant donné que les actions d'un conglomérat se vendaient habituellement beaucoup plus que dans le cas de la compagnie-cible, selon un coefficient très élevé du "prix par rapport aux bénéfices", le conglomérat, par l'entremise d'une acquisition effectuée au moyen d'un échange d'actions, accroissait ses bénéfices à un rythme plus rapide que celui de la majoration du prix de ses actions en cours, c'est-à-dire qu'il accroissait ses bénéfices pour chacune des actions. De plus, on prévoyait qu'un marché soutenu valoriserait ces nouveaux bénéfices par action et ce, au multiple élevé du prix et des bénéfices qui s'était retrouvé dans le prix des valeurs du conglomérat.

C'était un système ingénieux, et les espoirs du conglomérat étaient habituellement comblés.

En outre, le conglomérat était en mesure d'exclure, de la base-actions de ses calculs relatifs aux bénéfices par action, toutes les valeurs émises à la compagnie acquise, valeurs qui n'étaient pas des actions ordinaires (c.-à-d. qu'il n'était pas nécessaire de rapporter les gains sur une base de "dévaluation complète".) Ainsi, de nombreuses acquisitions avaient été réalisées en partie, ou dans une large mesure, au moyen de l'émission d'obligations ou de titres convertibles que le conglomérat n'était pas tenu, en calculant les gains par actions, d'inclure dans sa base d'actions.

Tout comme cela s'était produit au cours des deux périodes précédentes d'expansion en matière d'acquisitions, un marché actif des valeurs a joué, une fois de plus, un rôle important: le volume des transactions atteignait, au début de l'année 1968, des niveaux mensuels maximaux de près de 300 millions d'actions. De plus l'apparition, dans le domaine de la gestion des investissements, d'un secteur qui s'était engagé à obtenir, presque à tout prix, le meilleur rendement, a considérablement favorisé les conglomérats axés sur les acquisitions. Il s'agissait d'un phénomène de renforcement réciproque: les conglomérats avaient besoin, pour réaliser des acquisitions et des bénéfices supplémentaires, que le cours des valeurs soit élevé. Les dynamiques gestionnaires financiers de l'époque contribuaient (tout en en bénéficiant) aux cours en hausse des valeurs des conglomérats -- hausses qui découlaient à la fois de la demande en matière d'achat des valeurs et de la croissance des bénéfices des conglomérats.

Au cours de cette période, la hausse du prix des valeurs des conglomérats constituait l'événement boursier le plus important. Le tableau 4 cite l'Index Standard and Poor des valeurs des conglomérats et ce, en regard de l'Index Standard and Poor des valeurs industrielles (tous deux fondés

sur une valeur de 1965 = 10). Du premier trimestre 1965 au dernier trimestre 1968, l'indice des conglomérats a accusé une hausse de 397%, alors que l'indice des valeurs industrielles en général n'a connu qu'une hausse de 24%. Le rendement des valeurs des conglomérats découle notamment de la hausse rapide des bénéfices déclarés de la plupart des conglomérats. Par exemple les bénéfices de la Litton Industries, l'un des conglomérats les plus importants de l'époque, sont passés de \$0.30 par action en 1960 à \$2.13 par action en 1967. Au cours de la même période, le prix des valeurs de la Litton est passé de \$15 à \$101 par action. Vers 1974, la compagnie signalait des pertes: le prix des actions était tombé à moins de \$3.

5. Les perspectives d'avenir actuelles des opérations en matière d'acquisitions

Les excès qui ont marqué aux Etats-Unis, de 1968 à 1970, l'expansion des acquisitions, ont déclenché, au sein des cadres dotés d'un pouvoir de réglementation, un certain nombre de transformations. L'une des plus importantes de ces transformations fut l'introduction, en 1969 et en 1970, de nouvelles normes à appliquer dans la comptabilité visant les acquisitions. Les nouvelles normes ont considérablement diminué le recours à la comptabilité fondée sur la mise en commun des intérêts: l'usage de cette dernière fut restreint aux acquisitions qui répondaient à un ensemble de critères précis. Les nouvelles normes précisaient en outre de quelle manière il y a lieu de comptabiliser l'achalandage (l'excédent du prix, payé par la compagnie acquéreur, sur la valeur aux livres de la compagnie acquise): elles exigeaient qu'il soit amorti en regard des bénéfices de la compagnie acquéreur. De plus, les nouvelles normes exigeaient que toutes les valeurs convertibles, ainsi que les actions ordinaires, soient incluses dans le calcul des bénéfices par action. Dans l'ensemble, ces transformations ont réduit considérablement les possibilités, pour les

compagnies axées sur les acquisitions, de prétendre signaler des bénéfices réalisés, et ce, alors que nulle amélioration véritable n'avait été mise en place.

Dans le même temps où ces transformations étaient apportées aux normes comptables, de nouvelles exigences, relatives à la rédaction des rapports, furent introduites par la Federal Trade Commission des Etats-Unis et par le Securities and Exchange Commission des Etats-Unis. La Federal Trade Commission exige maintenant qu'un état financier soit publié à l'avance dans le cas où une compagnie, dont le chiffre de vente de plus de \$250 millions, projette d'acquérir une autre compagnie dont les ventes dépassent le chiffre de \$10 millions. La Securities and Exchange Commission, à la suite du Williams Act de 1969, exige maintenant la divulgation de toute intention de fusionner, formulée par toute corporation devant acquérir au moins cinq pour cent des actions d'une autre corporation.

En outre, d'importantes modifications ont été apportées aux lois fiscales aux Etats-Unis. Antérieurement à ces modifications, les versements d'intérêts afférents aux obligations et aux obligations convertibles étaient, aux fins de l'impôt, des dépenses déductibles, tandis que les paiements de dividendes ne l'étaient pas. Ainsi, de nombreuses acquisitions avaient été effectuées en ayant recours aux obligations convertibles, plutôt qu'aux actions ordinaires de la compagnie acquereur. La nouvelle loi a rejeté la déduction des intérêts, au-delà de \$5 millions de dollars, sur les valeurs convertibles émises et utilisées dans le but de se porter acquéreur d'une autre corporation.

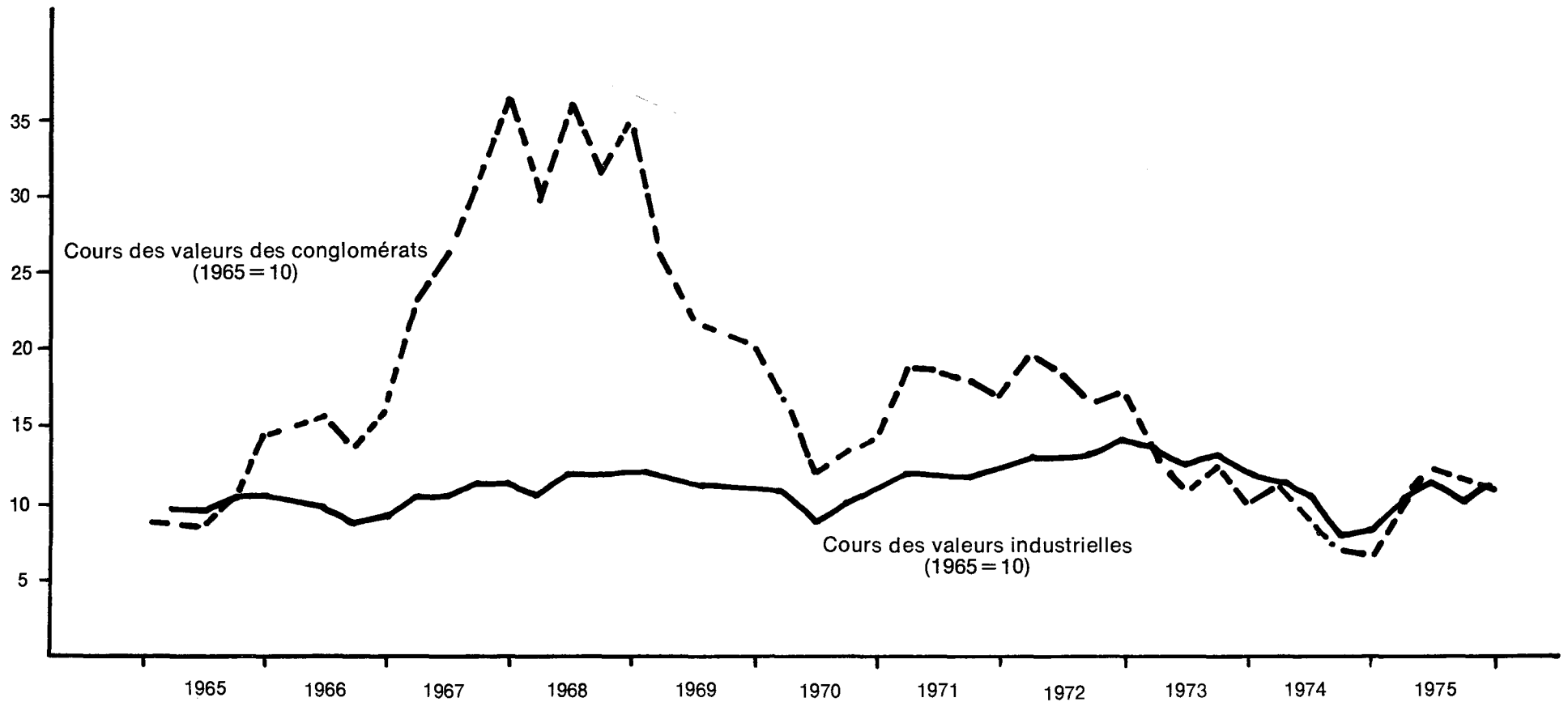
La dernière des transformations à signaler, au cours de cette période, a vu le Ministère de la Justice de Etats-Unis (Justice Department) intenter, au début de 1969, un certain nombre d'actions en justice qui, pour la première fois ont inscrit, dans le champ d'application des lois anti-trust, les acquisitions d'entreprises absolument pas apparentées

(acquisitions par des conglomérats). Bien que la plupart de ces affaires soient restées sans solution pendant de nombreuses années, l'émission de ces actions en justice semble avoir eu des conséquences immédiates pour ce qui est du cours des valeurs des conglomérats: l'éventualité des restrictions sur les acquisitions futures se joignait à d'autres influences négatives, s'exerçant sur le marché des valeurs, de manière à causer une forte baisse des prix de la plupart des valeurs des conglomérats. Comme l'indique le tableau 4, ce fut là une baisse dont ne se sont jamais remises la plupart des valeurs des conglomérats.

En même temps que ces transformations avaient lieu au sein des cadres dotés d'un pouvoir de réglementation, la conjoncture économique, ainsi que celle des valeurs boursières aux Etats-Unis, commençaient à se détériorer. Le ralentissement des affaires, ainsi que la baisse du marché exercèrent, tous deux, sur les conglomérats, des pressions extraordinaires. La baisse du cours de leurs valeurs rendaient les acquisitions plus difficiles, alors que leur rentabilité était réduite par la régression économique. L'action conjointe de ces facteurs a révélé ce qui était soudain de plus en plus évident: (traduction) "que le processus de mise en place des conglomérats tend à majorer les cours des valeurs et ce, longtemps avant qu'il ne majore les valeurs économiques dont dépend, en dernière analyse, le cours des valeurs."⁶ De nombreux conglomérats étaient incapables de signaler les bénéfices qu'avaient prévus leurs actionnaires. On trouvera, au tableau 4, un schéma très clair de la baisse subséquente du cours des valeurs du groupe des entreprises-conglomérats.

6. Les rédacteurs de Fortune, The Conglomerate Commotion, page 95.

TABLEAU 4
COURS DES VALEURS DES CONGLOMÉRATS
INDEX STANDARD AND POOR DES VALEURS INDUSTRIELLES



Source: Standard and Poor's Corporation

L'ensemble de ces transformations, survenues à la fois dans le secteur économique et chez les cadres dotés d'un pouvoir de réglementation, a contribué à une baisse des opérations en matière d'acquisition, aux Etats-Unis, baisse qui n'a cessé de se préciser de 1968 jusqu'en 1973. De même l'importance, au Canada, des opérations en matière d'acquisition n'a fait que baisser de 1969 jusqu'en 1974 et ce, avant de connaître une hausse en 1975.

Comme on l'a souligné précédemment, l'expansion des opérations en matière d'acquisitions, survenue à la fin des années 60 et au début des années 1970, a été beaucoup plus forte aux Etats-Unis qu'au Canada. Cela est dû notamment à ce que le conglomerat n'a pas atteint, au Canada, l'importance qu'il a atteinte aux Etats-Unis. De plus, une étude effectuée au Canada en 1969⁷ a constaté que seule une faible proportion des acquisitions canadiennes étaient comptabilisées à titre de "mises en commun": en général, on trouvait au Canada peu d'exemples des abus, en matière de comptabilité, souvent constatés aux Etats-Unis.

Les abus, moins fréquents au Canada, ont donné lieu à moins de transformations chez les cadres dotés d'un pouvoir de réglementation que ceux qui sont survenus aux Etats-Unis. Il n'y a lieu de signaler aucune évolution quant à l'application, au Canada, de la loi relative aux coalitions et, jusqu'en 1974, aucune modification n'a été apportée aux normes en matière de comptabilité.

Toutefois, des modifications importantes ont été apportées dans ce domaine au Canada avec l'entrée en vigueur, en janvier 1972, de la Loi

7. Samuel A. Martin, Business Combinations in the '60s: A Canadian Profile.

révisée de l'impôt sur le revenu. La nouvelle Loi permet à une corporation de déduire l'intérêt afférent à l'argent qui a été emprunté dans le but d'acquérir des actions dans une autre corporation. On pourrait supposer que cette modification aurait exercé ou continuerait d'exercer, au Canada, une influence positive sur le niveau des opérations en matière d'acquisitions. En tout état de cause, la baisse postérieure à 1969, survenue dans les opérations en matière d'acquisitions n'a pas été aussi forte au Canada qu'elle ne l'a été aux Etats-Unis.

Récemment, le cours des valeurs, tant au Canada qu'aux Etats-Unis, s'est rétabli par rapport au cours le plus bas de 1974 et ce, en réponse à une amélioration, à la fois prévisible et véritable, de la conjoncture économique. Bien que la présente monographie n'ait pas pour objet de se lancer dans des prévisions économiques détaillées, il peut être opportun de présenter quelques observations sur les perspectives des opérations en matière d'acquisitions. Il serait, semble-t-il, raisonnable de croire que, dans les deux pays, les opérations en matière d'acquisitions auraient dépassé le palier de leur baisse la plus forte et qu'elles amorceraient de nouveau une hausse; et que, à moins d'un ralentissement économique majeur, et d'une baisse du marché boursier, une hausse plus ou moins "normale" des opérations en matière d'acquisitions serait susceptible de se produire.

Il est difficile d'estimer à quel moment pourrait survenir, si jamais elle se produisait, une nouvelle expansion importante des opérations en matière d'acquisitions. Compte tenu des expériences précédentes, on ne la prévoit pas d'ici une vingtaine ou une trentaine d'années.

En d'autres termes, bien qu'on ne puisse prévoir, pour les prochaines années à venir, un retour au rythme des acquisitions constaté au cours de l'expansion soudaine à la fin des années 60 il semblerait, selon toute probabilité, qu'on doive prévoir une conjoncture se traduisant par un taux normal de croissance ainsi que par des tendances cycliques normales.

6. Résumé

Le présent exposé a étudié les tendances récentes, au Canada, pour ce qui est du rythme des opérations en matière d'acquisitions. On y a examiné certains déterminants à long terme, ainsi que des déterminants à court terme, des opérations en matière d'acquisitions aux Etats-Unis et au Canada. On en a tiré principalement les conclusions ci-après:

1. Le rythme, au Canada, des opérations par des étrangers en matière d'acquisitions, s'apparente étroitement au niveau des opérations, aux Etats-Unis, en matière d'acquisitions.
2. Les opérations, aux Etats-Unis, en matière d'acquisitions ont accusé trois périodes d'expansion distinctes, ainsi que de nombreux cycles de moindre importance; la plupart semblent s'être répercutés au Canada.
3. Parmi les indicateurs examinés, le cours des valeurs paraît avoir les rapports les plus étroits avec les cycles des opérations d'acquisition. Ceci est vrai tant pour le Canada que pour les Etats-Unis.
4. Dans chacune des trois grandes périodes d'expansion en matière d'acquisitions, il ne semble pas y avoir des points culminants exceptionnels pour ce qui est de la production, du prix des marchandises ou de l'activité économique en général.
5. Chacune des trois expansions majeures des opérations en matière d'acquisitions est survenue au cours d'une période durant laquelle on constatait, selon toute évidence, qu'il existait une justification exceptionnelle, au plan économique, de la consolidation des organisations commerciales.

6. La baisse des dernières années aux Etats-Unis, des opérations en matière d'acquisitions, s'est soldée par une baisse importante, au même degré, du nombre des acquisitions effectuées au Canada par les étrangers.
7. La documentation actuellement disponible donne à entendre que les opérations en matière d'acquisitions, tant aux Etats-Unis qu'au Canada, ont connu leur niveau le plus bas, et qu'elles amorcent de nouveau une hausse.
8. Bien qu'on ne puisse prévoir, pour les prochaines années à venir, un retour au rythme des acquisitions constaté au cours de la fin des années 60 il semble, selon toute probabilité, qu'on doive prévoir une conjoncture se traduisant par un taux "normal" de croissance ainsi que par des tendances cycliques "normales".

BIBLIOGRAPHIE

- Anisman, Philip, Takeover Bid Legislation in Canada: A Comparative Analysis, Toronto, CCH Canada, 1974.
- Federal Trade Commission, F.T.C. Statistical Report on Mergers and Acquisitions, Washington, 1974.
- Fortune, Editors of, The Conglomerate Commotion, New York, Viking Press, 1970.
- Galbraith, John Kenneth, La crise économique de 1929, Anatomie d'une catastrophe financière, publié à Paris chez Payot, 1970.
- Markham, Jesse W. Conglomerate Enterprise and Public Policy, Boston, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1973.
- Martin, Samuel A., et al, Business Combinations in the '60s: A Canadian Profile, Toronto, Canadian Institute of Chartered Accountants, 1969.
- Mergers and Acquisitions Inc., Mergers and Acquisitions, The Journal of Corporate Venture, McLean (Virginia) (divers numéros).
- Morin, Desmond B., et al editors, Acquisitions and Mergers in Canada, Toronto, Methuen, 1970.
- Nelson, Ralph L., Merger Movements in American Industry, 1895-1956, Princeton University Press, Princeton, 1959.
- Vance, Stanley C., Managers in the Conglomerate Era, New York, John Wiley & Sons, 1971.

| | | | |
|--|--|----------------------|-------------------------------|
| HG 5152 A25214 Author/Auteur no. 1 | Edwards, G A | | |
| Title/Titre | L'acquisition étrangère au Canada: perspectives à long terme. 1977. | | |
| Date | Borrower <i>Emprunteur</i> | Room <i>Pièce</i> | Telephone <i>Téléphone</i> |
| | | | |
| | | | |
| | | | |

0133-34.3 (10/70) 7530-21-029-4581

INDUSTRY CANADA/INDUSTRIE CANADA



62736