

Z1-1975/1-41-4F

42 \*

MAY 23 7 1978

# Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés

BIBLIOTHÈQUE DES DOCUMENTS



Etude n° 4

**La Corporation de développement du Canada**  
Une analyse de sa structure corporative

# **Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés**

## **La Corporation de développement du Canada**

**Une analyse de sa structure corporative**

**Michael R. Graham**

**Janvier 1976**

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1977

En vente par la poste:

Imprimerie et Édition  
Approvisionnements et Services Canada  
Ottawa, Canada K1A 0S9

ou chez votre libraire.

N° de catalogue Z1-1975/1-41-4F Canada: \$2  
ISBN 0-660-00453-4 Autres pays: \$2.40

Prix sujet à changement sans avis préalable.

Phase I Printing Ltd.  
Mississauga, Ontario

## AVANT-PROPOS

La Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés fut mise sur pied en avril 1975 afin " de mener une enquête, faire rapport et donner ses recommandations concernant :

- a) la nature et le rôle des principaux groupements de sociétés;
- b) les conséquences économiques et sociales de tels groupements sur l'intérêt public;
- c) l'existence de mesures ou la recommandation de mesures qu'il faudra éventuellement prendre pour protéger l'intérêt public à cet égard. "

En vue de recueillir les avis éclairés de sociétés ou d'individus compétents, la commission a tenu des audiences dans de nombreuses villes du pays et a invité toutes personnes intéressées à lui soumettre des mémoires; ces activités ont commencé en novembre 1975. La commission a en outre établi un programme de recherche comportant, entre autres, une série d'études sur la structure et la croissance des grandes sociétés canadiennes. Le coordonnateur de cette série est M. Charles B. Loewen de la société Loewen, Ondaatje, McCutcheon & Co. Ltd, de Toronto.

La présente étude sur la Corporation de développement du Canada à été préparée par M. Michael R. Graham, directeur de la recherche pendant treize ans à la société Wood Gundy Limited où, il a ensuite accédé au poste de président du comité des politiques sur les investissements de cette firme. Il est maintenant, au service de la compagnie A. E. Ames, où il occupe le poste d'administrateur et de coordonnateur des ventes aux institutions.

Le seul but de la commission, en publiant ces ouvrages, est de servir l'intérêt public. Les analyses et conclusions présentées par l'auteur ne sont pas nécessairement celles de la commission ou de son personnel.

## REMERCIEMENTS

Le fait d'avoir été appelé par la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés à effectuer une étude sur la Corporation de développement du Canada constitue un privilège qu'il m'a fait plaisir d'accepter. Une fois engagé dans ce travail, la tâche s'est révélée beaucoup plus ardue et exigeante que je ne l'avais d'abord imaginé. Mais avec toutes les données que j'ai maintenant pu accumuler sur cette grande société, j'aurai désormais la chance d'en suivre l'évolution avec beaucoup plus d'intérêt.

J'ai apporté le plus grand soin possible à cette étude. Les faits, calculs et données statistiques qu'il m'a été possible d'établir ne portent la garantie que de la minutie que j'ai pu apporter à les compiler. Je prends donc, en conséquence, l'entière responsabilité des opinions, estimations et conclusions présentées dans l'étude.

Je tiens à exprimer ma gratitude à MM. Hampson et Morrison, ainsi qu'au personnel de la CDC, pour l'aide qu'ils m'ont si aimablement prêtée, sans jamais chercher à influencer ma pensée ni sa formulation.

Parmi les nombreuses personnes et organismes qui m'ont aidé, j'aimerais mentionner tout particulièrement mon nouvel employeur, A. E. Ames & Co. Limited, qui m'a laissé entreprendre cette étude, William Wiltshire & Associates pour leurs observations et la contribution apportée à l'important chapitre des relations avec les investisseurs, MM. Richard Falconer et Charles Loewen pour leurs précieux commentaires critiques et Mme Bayze Panagopka pour son dévouement et travail.

Michael R. Graham

## TABLES DES MATIERES

Avant-propos	iii
Remerciements	iv
Prologue	1
Chapitre premier L'évolution	5
Chapitre II Objectifs et politique	9
Chapitre III Perspectives actuelles	19
Chapitre IV Principales participations	31
Texasgulf Incorporated	33
Polysar Limited et l'entreprise associée	47
Petrosar Limited	
CDC Oil & Gas Limited	65
Chapitre V Autres participations	71
Connlab Holdings Limited	73
Capital-risque	83
Pipe-lines	84
Groupe Arctic Gas	85
Chapitre VI Emission publique d'actions et relations avec les investisseurs	87

Chapitre VII	
Conclusions	99
Epilogue	113
Bibliographie	115

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1	
Vue d'ensemble des participations de la CDC	15
Tableau 2	
Importance relative des participations de la CDC	21
Tableau 3	
Structure consolidée du capital de la CDC	22
Tableau 4	
Répartition possible des actions ordinaires de la CDC	25
Tableau 5	
Bénéfices distribuables de la CDC	29
Tableau 6	
Principales participations	32
Tableau 7	
Sommaire financier - Texasgulf	41
Tableau 8	
Dépenses d'investissements - Texasgulf	42
Tableau 9	
Sommaire financier de Polysar	58
Tableau 10	
Polysar, résultats trimestriels	61
Tableau 11	
Autres participations de la CDC	72



Tableau 12		
Bénéfices estimatifs par action ordinaire de la CDC		105
Tableau 13		
Effet d'émissions biennales de 150 millions de dollars de la CDC		107
Tableau 14		
Bénéfices estimatifs de la CDC, distribuables en 1980		111

## PROLOGUE

La Corporation de développement du Canada (CDC) a été créée en 1971 par une loi spéciale du Parlement en vue de donner aux Canadiens la possibilité d'investir davantage dans leur pays et de contribuer à l'essor d'entreprises fortes, dirigées et contrôlées entièrement par leurs compatriotes. Pour atteindre ces objectifs, la CDC suit largement les principes d'exploitation d'une société de portefeuille à but lucratif du secteur privé. L'Etat a fourni les capitaux de départ; cependant, 32 % des actions donnant droit de vote sont déjà entre les mains du public canadien, dont la participation pourra s'élever jusqu'à 90 % du capital-actions total.

La CDC est par nature un groupement de sociétés. Elle dirigeait un groupe de quelque 60 sociétés, à la fin de 1975, dont d'importantes compagnies pétrochimiques, minières et pétrolières ainsi que, par l'intermédiaire de sociétés de portefeuille, plus de 30 entreprises de capital-risque. Son capital social est de l'ordre de 3 milliards de dollars, à supposer que les 200 millions d'actions ordinaires sans valeur nominale valent les \$10.48 payés en moyenne pour chacune par l'Etat. Les capitaux consolidés, y compris les dettes à long terme des filiales et les participations minoritaires dans ces dernières, ont atteint le milliard de dollars. L'actif consolidé se chiffre à environ 1,3 milliard et le chiffre d'affaires global, à 484 millions de dollars. Si l'on compte la totalité de Texasgulf, qui peut être considérée comme étant sous le contrôle de la CDC, l'actif et le chiffre d'affaires globaux du groupe sont de l'ordre de 2 milliards de dollars et de 900 millions respectivement.

Etant une grande société de portefeuille à vocation industrielle, la CDC s'apparente à des entreprises comme Power Corporation, Noranda Mines et George Weston. Cependant, elle est dotée de caractéristiques qui la distinguent de la plupart des autres sociétés de portefeuille. Par exemple, elle est exclusivement canadienne : ses actions ne peuvent être détenues que par des citoyens ou résidents canadiens, et l'intérêt national est un critère bien important dans sa politique et dans ses objectifs. Pour atteindre ses buts, la CDC devait avoir une certaine taille dès le début; aussi le gouvernement canadien a-t-il délibérément permis à un groupement de sociétés de voir le jour, après une période de gestation difficile au cours de laquelle

les conceptions initiales ont été sensiblement affinées. L'Etat canadien détient à l'heure actuelle quasiment toutes les actions ordinaires émises de la CDC; cependant, l'émission publique d'actions privilégiées de l'an dernier donne aux investisseurs canadiens une voix de 32 % dans la conduite des affaires de l'entreprise, ainsi que la possibilité de posséder 36 % des actions ordinaires.

La CDC est dirigée par des directeurs et un conseil d'administration indépendants composés exclusivement de Canadiens, selon les mêmes principes qu'une entreprise du secteur privé. Le profit est primordial. La CDC possède d'autres caractéristiques inhabituelles pour une entreprise créée et contrôlée par l'Etat ; la participation de celui-ci doit tomber finalement à 10 %, le conseil d'administration peut décider du rythme de dispersion du capital; le gouvernement fédéral peut, s'il le désire, ne pas voter lors de l'élection des administrateurs, moyennant le droit de nommer quatre des 21 membres du conseil. Tant que le portefeuille de l'Etat représente plus de 50 % des actions donnant droit de vote émises, deux de ses représentants sont détachés d'office auprès du conseil, sans voix délibérative. Jusqu'à une date récente, le gouvernement s'est engagé à maintes reprises à ne pas s'immiscer dans la conduite des affaires de la corporation, se contentant de voter en faveur de la direction aux assemblées des actionnaires. Cependant, à l'assemblée générale annuelle de mai 1976, le gouvernement a fait savoir qu'il voterait contre la réélection au conseil de M. Simon Reisman, qui se retira alors pour être remplacé par un membre nommé par l'Etat, M. Murray B. Koffler. M. Reisman, qui avait participé dès le début aux activités de la société, en qualité d'abord de représentant de l'Etat puis d'administrateur élu, déclara qu'il s'agissait du premier cas d'intervention gouvernementale dans les affaires de la CDC. A la même époque, une lettre du ministre des Finances aux administrateurs de l'entreprise réitérait l'engagement du gouvernement de ne pas influencer sur les décisions, d'investissement ou autres, du conseil d'administration. Le départ de M. Reisman s'inscrivait certes dans un contexte exceptionnel. Cet incident a néanmoins le mérite de nous rappeler que l'Etat est actuellement l'actionnaire majoritaire de la CDC, qu'il a créée, qu'il en détiendra toujours le plus gros paquet d'actions et qu'il est en mesure d'influencer sensiblement sur la marche de ses affaires s'il le désire.

Une société créée au plus fort du grand débat sur le nationalisme et l'" accession à l'âge adulte " des années 1960, établie et dotée par l'Etat, et donc contrôlée de fait par celui-ci, ne pouvait éviter de susciter de polémiques. La période initiale 1963-1965, en particulier, a laissé des traces qui ne s'effacent que lentement. Relatant l'incident Reisman, le *Toronto Star* qualifiait la CDC, dans ses manchettes, d'organisme gouvernemental et d'agence d'Ottawa, ce qui montre combien une fausse impression peut persister.

On ne peut évoquer la CDC sans soulever passions et critiques. Certains soutiennent que la société était, ou risquait d'être en mesure de livrer une concurrence déloyale au secteur privé, d'occuper une position privilégiée sur le marché des capitaux et d'obtenir des faveurs de son principal actionnaire lorsqu'elle en aurait besoin. D'autres voient dans la CDC un instrument commode entre les mains du gouvernement, au cas où un autre parti prendrait le pouvoir à Ottawa (puisque la CDC n'a connu jusqu'ici que le régime libéral), au cas où l'orientation politique changerait.

Aucune étude de la CDC ne peut et ne doit éluder des questions telles que sa période de gestation si controversée et les risques d'abus de pouvoir. Il est également indispensable de voir pourquoi et comment la corporation a vu le jour et quels sont ses objectifs. En l'état actuel des choses, l'étude financière de la CDC ne saurait être que limitée, puisque celle-ci compte seulement cinq ans d'existence. Pour toutes ces raisons, il peut difficilement s'agir ici d'un examen analytique ordinaire. Cependant, pour éviter les digressions ou une subjectivité excessive, il vaut mieux s'en tenir le plus possible à la mission impartie à la Commission royale d'enquête, qui doit étudier :

- la nature et le rôle des principaux groupements de sociétés au Canada;
- leurs incidences économiques et sociales du point de vue de l'intérêt public;
- les risques d'abus de pouvoir susceptibles de nécessiter l'établissement de garanties pour protéger l'intérêt public.

## CHAPITRE PREMIER

### L'EVOLUTION

La CDC se distingue des autres sociétés. Il s'agit d'une entreprise importante, selon la plupart des critères habituels. Conçue et créée par l'Etat, elle restera pendant longtemps sous le contrôle des autorités fédérales, qui en seront toujours le plus important actionnaire, même si le public possède déjà 32 % des actions donnant droit de vote, proportion susceptible de passer à 36 % si toutes les actions gratuites jointes aux actions privilégiées convertibles sont émises.

Lorsque la loi portant création de la CDC fut finalement adoptée, en 1971, elle bénéficiait de nombreux appuis dans le public. C'était l'époque où l'héritage de Walter Gordon faisait tache d'huile, où le nationalisme économique progressait et où l'importance croissante des intérêts étrangers, pourtant déjà considérables dans l'économie canadienne, suscitait des préoccupations dans de nombreux milieux. Dans ce contexte, la CDC, après avoir été un sujet brûlant pendant huit ans, semblait répondre à un besoin pour l'opinion publique. Plus encore, elle était considérée par ses créateurs comme un moyen de corriger les déficiences observables au Canada dans le financement par fonds propres, la propriété des industries clés, la promotion de l'essor industriel nécessaire et la fourniture de capital risque aux entreprises canadiennes.

Cette étude vise, entre autres choses, à déterminer la place que la CDC s'est taillée dans le Canada d'aujourd'hui, cinq années après sa fondation. Il sera donc utile de commencer par retracer l'évolution qui a conduit à la constitution de la corporation et, ce faisant, de souligner que la société créée en 1971 différait sensiblement de l'organisme envisagé dans les années 1950 et proposé pour la première fois au Parlement en 1963.

On peut faire remonter l'origine de la CDC au milieu des années 1950, plus particulièrement au rapport publié en 1957 par la Commission royale d'enquête sur les perspectives économiques du Canada, présidée par M. Walter Gordon, surnommé à juste titre le père de la CDC. Dans son rapport final, la commission se montrait préoccupée par la mesure dans laquelle l'économie canadienne, et tout spécialement ses ressources productives, étaient tombées sous la coupe des étrangers (américains surtout). Dans ses écrits et discours

ultérieurs, M. Gordon préconisa la création d'une Corporation de développement du Canada qui s'efforceraient tout particulièrement de devancer les prises de contrôle par l'étranger et jouerait le rôle d'acquéreur canadien de dernier ressort.

Le gouvernement progressif conservateur, de 1958 à 1963, envisagea la création d'un organisme qui inciterait les Canadiens à investir leurs épargnes dans des entreprises contrôlées par des Canadiens et prit en ce sens quelques mesures, qui n'aboutirent toutefois pas. Puis, à la faveur d'un changement de gouvernement, M. Walter Gordon accéda au ministère des Finances. Son budget de juin 1963, confié aux " quatre-vingt-dix jours de décision des Libéraux ", proposait plusieurs mesures nationalistes, comme une taxe de 30 % sur la vente d'entreprises canadiennes à des étrangers, une retenue fiscale inférieure pour les sociétés appartenant pour 25 % ou plus à des Canadiens et un projet de création de la Corporation de développement du Canada, dont les principaux objectifs étaient de promouvoir la participation canadienne à l'essor de l'industrie nationale et de favoriser la mise en valeur, en général, des ressources et de l'économie du pays. Dès le début, M. Gordon précisa bien que la CDC devrait réaliser des bénéfices et satisfaire les intérêts légitimes de ses actionnaires. Cependant, la coloration nationaliste du projet, dans lequel la CDC devait jouer un rôle de protection de l'industrie et des sociétés contre les prises de contrôle de l'étranger, était indéniable, et l'ensemble du budget fut accueilli avec beaucoup de scepticisme. Le rôle précis de la CDC soulevait des appréhensions bien compréhensibles. La société serait-elle un outil authentique de développement industriel ou servirait-elle la cause d'un gouvernement, dans la montée du nationalisme économique au Canada? Comment rechercher des bénéfices maximaux tout en jouant le rôle d'acquéreur de dernier ressort ?

Après avoir été déposé au Parlement dans ce contexte mouvementé, le projet de loi portant création de la CDC fut mis en veilleuse pendant les années de gouvernement libéral minoritaire qui suivirent, encore que des mesures aient été prises pour limiter la mainmise étrangère dans certains secteurs de l'économie, comme la banque, l'assurance-vie et les moyens de communication. On n'en continua pas moins à étudier et à raffiner le projet de corporation, en coulisse, de sorte que vers la fin des années 1960, l'opinion publique commençait à se faire à l'idée que la CDC pourrait, après tout, jouer un rôle utile dans le développement industriel. En particulier, on pensait que cette société pourrait combler une lacune du marché canadien des capitaux à l'égard des grands projets de mise en valeur des ressources contrôlées par les Canadiens. La corporation continuerait ainsi de servir le nationalisme économique, mais de façon positive plutôt que négative.

Les rôles de correction et de protection de la CDC ont donc cédé le pas à celui d'une société de portefeuille à but lucratif, exploitée de façon indépendante, qui prendrait une part utile à l'essor économique du Canada. Tous les problèmes n'avaient pas disparu pour autant; par exemple, pouvait-on être sûr que le gouvernement fédéral n'interviendrait pas (tout particulièrement en présence de fortes pressions politiques)? N'y aurait-il pas des conflits entre les objectifs de maximisation des bénéfices et d'affirmation de la présence canadienne dans les secteurs où elle était insuffisante? Qui détiendrait les actions de la CDC et aurait la majorité des droits de vote initialement et à l'avenir? Cependant, la réorientation mentionnée

permet d'améliorer l'image de la CDC, tant dans le public qu'aux yeux du gouvernement. On voyait se profiler une corporation plus acceptable, à l'idée de laquelle se laissaient gagner le public, les politiciens, les hommes d'affaires et les investisseurs.

Le ministre des Finances, M. Edgar Benson, déposait un projet de loi spécial créant une entreprise bien particulière en juin 1971. Le bill C-219, établissant la Corporation de développement du Canada, décrivait cette dernière comme

" ... une corporation qui aidera à développer et à maintenir des corporations fortes contrôlées et dirigées par des Canadiens dans le secteur privé de l'économie et élargira, pour les Canadiens, les possibilités d'investir pour le développement économique du Canada et de participer à ce développement. "

La société prévue devait servir la croissance et le développement industriels, répondre aux besoins non satisfaits en matière de fonds propres au Canada, canaliser les capitaux disponibles vers les entreprises nouvelles et jouer un rôle de catalyseur dans la mobilisation des sommes considérables nécessitées par les grands projets sous contrôle canadien. On confiait à la CDC la tâche de bâtir l'avenir plutôt que de corriger le passé. L'Etat devait souscrire une première tranche de 250 millions de dollars d'actions de la nouvelle société, à laquelle il pouvait prêter en outre jusqu'à 100 millions. Il était cependant prévu qu'à la fin, la participation de l'Etat devait être ramenée à 10 % du capital-actions donnant droit de vote. Aucun autre actionnaire n'était autorisé à en détenir plus de 3 %, ce qui faisait de l'Etat le principal actionnaire, à perpétuité, de la CDC.

Par la suite, tant dans la loi portant création de cette société que dans la description de son mandat, le gouvernement sembla déterminé à considérer la CDC comme un organisme indépendant qui relèverait du secteur privé au lieu de chevaucher les secteurs privé et public. La réalisation de bénéfices était un objectif primordial, et la CDC devait être libre de ses mouvements. Si le gouvernement s'abstenait d'exercer les droits de vote lui revenant dans l'élection des administrateurs, il pouvait en contrepartie, d'après la loi, nommer jusqu'à quatre des 21 membres du conseil d'administration. En outre, les sous-ministres des Finances et de l'Industrie et du Commerce étaient attachés d'office au conseil (sans droit de vote) tant que la participation de l'Etat dépasserait 50 % de l'ensemble des actions donnant droit de vote émises. Les sommes à investir par les autorités fédérales dans la CDC étaient assorties d'un plafond, mais il était prévu de rémunérer par d'autres actions de la corporation l'apport de l'Etat, dans quatre sociétés de la couronne désignées, à savoir la Polymer, l'Eldorado nucléaire, la Panarctic Oils et la Société des transports du Nord. La loi permettait de plus à la CDC de racheter à leur valeur d'actif net les actions détenues par l'Etat tant que la participation de celui-ci dépasserait 10 % de l'ensemble des actions donnant droit de vote en circulation.

Les pouvoirs publics souhaitaient visiblement créer une grande entreprise, sous peine de ne pas atteindre les objectifs visés. Aussi le gouvernement fédéral, soutenu par l'opinion publique, créa-t-il délibérément un groupement de sociétés canadien poursuivant des buts nationalistes, mais dans un esprit plus positif de développement que dans le projet initial. Simultanément, l'appartenance au secteur privé, l'objectif indéniable de maximisation des bénéfices et le mécanisme visant à réduire rapidement (au choix de la corporation) la participation de l'Etat faisaient de la CDC une entreprise publique bien à part.

Nous essaierons de voir, en tenant compte du fait que la CDC n'en est qu'à ses premières années, dans quelle mesure elle a jusqu'ici rempli sa mission. Le projet initial a fait place à un établissement s'insérant mieux dans une économie qui, bien que de plus en plus dirigé par l'Etat, reste essentiellement régi par la libre entreprise et où la population peut participer plus directement à la conduite du pays. Il est également logique de se demander si un établissement privé indépendant peut accroître la mainmise directe des Canadiens sur leur économie. Une CDC à but lucratif peut-elle réellement être différente de n'importe quelle autre entreprise privée? Inversement, si un organisme à but lucratif essaie d'améliorer l'économie nationale, comment peut-il satisfaire à la fois ses deux maîtres, l'actionnaire ordinaire et le public canadien? Bien entendu, une très large répartition du capital de la CDC, objectif qui est d'ailleurs visé à long terme, pourrait atténuer ce genre de conflit. La corporation est donc confrontée à des risques de contradiction interne, sujet traité au dernier chapitre.



## CHAPITRE II

### OBJECTIFS ET POLITIQUE

Créée par une loi spéciale du Parlement, la CDC n'est pas une société de la couronne, car 90 % de ses actions donnant droit de vote devraient finalement appartenir à des détenteurs privés. En outre, sauf pour faire modifier son objet et son capital social, la CDC n'a pas besoin de soumettre ses décisions à l'approbation du gouverneur en conseil, ni de rendre compte de ses activités au Parlement.

Dans un cadre statutaire soigneusement élaboré (grande entreprise, administrateurs et actionnaires canadiens, appartenance au secteur privé, but lucratif, option des autorités fédérales pour un rôle de partenaire de plus en plus minoritaire, etc.), la CDC a été dotée intentionnellement d'objectifs et de pouvoirs larges. Selon le paragraphe 6 (1) de la loi :

La compagnie a pour objets :

- a) d'aider à la création ou au développement d'entreprises, de ressources, de biens et d'industries au Canada;
- b) d'augmenter, d'élargir et de développer, pour les Canadiens, les possibilités de participation au développement économique du Canada, en utilisant leurs compétences et leurs capitaux;
- c) d'investir dans les actions ou valeurs de toute corporation qui est propriétaire de biens au Canada ou qui fait des affaires se rattachant aux intérêts économiques du Canada;

d'investir dans des initiatives ou entreprises qui profiteront vraisemblablement au Canada, entre autres choses par l'acquisition de biens;

" ... la compagnie doit réaliser ces objets en vue d'un bénéfice et au mieux des intérêts de l'ensemble des actionnaires. "

Dans l'exposé des principes directeurs qui suit, il est stipulé que, dans la mesure où la chose est possible et profitable, la compagnie doit

acquérir une importante proportion des actions donnant droit de vote dans des entreprises ayant au moins un million de dollars de fonds propres (après la prise de participation de la CDC).

Jusqu'ici, l'Etat n'a pas exercé son droit de nommer quatre administrateurs de la corporation, comme il peut le faire au lieu de voter aux assemblées des actionnaires. Cependant, bien qu'il possède la totalité des droits de vote et soit assuré de rester le principal actionnaire, le gouvernement, à l'exception de l'affaire Reisman, a respecté son principe de non-ingérence dans les affaires de l'entreprise. Tant que les autorités fédérales détiennent plus de 50 % des actions émises donnant droit de vote, les sous-ministres des Finances et de l'Industrie et du Commerce font partie d'office du conseil d'administration avec voix délibérative. Ils cesseront d'y siéger quand la participation donnant droit de vote de l'Etat deviendra inférieure à 50 %, à moins que le gouvernement ne choisisse alors d'exercer son droit de nomination d'un certain nombre d'administrateurs au lieu de participer à leur élection.

A leur nomination, les administrateurs ont été bien prévenus que les affaires de la CDC devaient être menées de façon opportune, souple, originale et indépendante. La loi prescrit seulement que tous les administrateurs doivent être citoyens canadiens et qu'ils peuvent, à la majorité des quatre cinquièmes, démettre l'un des leurs de ses fonctions. Un large éventail de régions et d'industries est actuellement représenté au conseil d'administration. Même si celui-ci est présidé par un ancien banquier, M. John Ellis, la société n'y a jamais admis d'avocats, d'experts-comptables, de banquiers ou de courtiers en valeurs, estimant que leurs services étaient toujours normalement disponibles sur le marché.

Il faut souligner que, dès les débuts de la CDC, le conseil d'administration, dont les membres proviennent de différentes régions et possèdent des expériences très diverses de l'industrie et du commerce, a eu les coudées franches pour poursuivre des objectifs largement définis, dans la recherche du profit et selon les principes du secteur privé.

La CDC a d'abord eu son siège temporairement à Ottawa. Le Premier ministre ayant exprimé le souhait qu'elle s'installe à Vancouver, c'est dans cette ville que se trouve en théorie le siège social. Cependant, sa direction et l'administration centrale se trouvent en réalité à Toronto. En raison de son caractère national, la compagnie a pour politique de tenir chaque année son assemblée générale dans une ville différente. Jusqu'ici, ses assemblées annuelles se sont tenues de Halifax à Vancouver.

Dans sa constitution, la CDC s'est fixé les objectifs suivants :

- développer et maintenir des entreprises vigoureuses à direction et sous contrôle canadiens dans le secteur privé;
- élargir les possibilités d'investissement des Canadiens;
- avoir des opérations bénéficiaires et menées au mieux des intérêts de tous les actionnaires (c'est-à-dire le grand public et l'Etat canadien ).

Ce dernier objectif, en particulier, peut sembler quelque peu contradictoire, mais la haute direction, notamment en la personne du président-directeur général, M. H. Anthony Hampson, a consacré beaucoup d'efforts à expliquer la politique de la société dans l'accomplissement de sa mission.

Le premier principe de la direction est que les activités de la CDC doivent tenir compte des intérêts économiques du pays, c'est-à-dire que les entreprises ou les biens dans lesquels la société investit doivent être susceptibles de bénéficier au Canada.

Pour pouvoir combler les lacunes de l'économie canadienne et atteindre les objectifs indiqués précédemment, la CDC doit avoir de grands atouts financiers. Cependant, l'Etat a limité ses apports et la CDC n'atteindra sa taille optimale que si elle arrive à intéresser les épargnants canadiens à ses actions. Cette opération sera facilitée si les investisseurs peuvent suivre le titre en Bourse, et ce, le plus tôt possible. Aussi la direction de la compagnie a-t-elle jugé que, pour démontrer sa viabilité, il fallait en concentrer les ressources financières limitées, tout particulièrement au début.

En tout état de cause, la direction sait qu'il est impossible de mener à bien efficacement et lucrativement des projets d'investissement aussi divers par leur taille, leur nature et leur emplacement. Elle juge doublement essentiel d'éviter le travers commun à de nombreux gouvernements et conglomérats, qui saupoudrent de leurs ressources un trop grand nombre de secteurs, d'où un contrôle et une efficacité moindres des investissements. La CDC s'efforce donc de renforcer certains secteurs et de déceler les possibilités de croissance exceptionnelle permettant de mettre en valeur et de promouvoir des compétences canadiennes particulières.

Dans ce contexte, la CDC fait principalement du développement à long terme. Bien qu'elle doive faire ses preuves le plus tôt possible devant les investisseurs, elle est disposée à se montrer patiente, sachant que les occasions qu'elle recherche se présenteront bien un jour, les autres investisseurs ne pouvant ou ne voulant pas attendre, pendant des années, la création de bénéfices. La CDC prend uniquement des actions, au lieu de détenir, à l'exemple d'un fonds mutuel ou d'une société d'investissement, un portefeuille relativement peu important ne donnant aucun droit de contrôle. Elle ne voit aucune raison de jouer le rôle d'un établissement de prêt, le Canada étant très bien pourvu à cet égard.

Dans l'esprit de sa constitution, et parce qu'elle se propose de concentrer son action sur des entreprises importantes pour le Canada, notamment par la pénétration des marchés internationaux, la CDC doit faire de gros investissements. Si les entreprises réussissent, les importantes participations de la CDC doivent influencer sensiblement sur ses résultats globaux et, donc, rehausser sensiblement son attrait pour les investisseurs. Il s'ensuit que chaque investissement doit offrir des perspectives de croissance supérieures à la moyenne pour en compenser la taille et les risques, normalement plus élevés que ceux qu'acceptent les autres établissements financiers.

Les branches industrielles choisies pour l'emploi des fonds de la CDC doivent présenter un potentiel de croissance à peu près double du taux d'augmentation du produit national brut courant, ou dépasser 15 % par an. Les investissements doivent également offrir un rendement à long terme de l'ordre de 15 %, que la CDC définit comme le taux de rendement obtenu sur la moyenne, pendant un an, des fonds des actionnaires ordinaires.

La CDC a toujours mis l'accent sur les critères du profit et de la rémunération du risque. Bien que les projets de développement ne puissent procurer immédiatement un rendement optimal, le taux global de rendement, calculé d'après les mouvements de trésorerie actualisés, doit satisfaire ces critères avant que la compagnie s'intéresse à une entreprise quelconque.

L'assise financière solide que recherche la CDC ne peut être fondée sur des entreprises déficitaires ni par un appui à des organismes faibles ou sur le déclin.

Les préférences de la CDC vont aux projets comportant une amélioration des ressources, une rationalisation ou une réorganisation permettant d'atteindre une taille mondiale par la seule action de la CDC ou en collaboration avec d'autres investisseurs nationaux et étrangers à condition, cependant, que le contrôle reste aux mains des Canadiens, à l'utilisation des techniques de pointe et la possibilité d'assurer une présence canadienne sur les marchés internationaux.

Cette dimension internationale doit, selon la direction de la CDC, favoriser l'apparition de talents administratifs, techniques et créateurs supérieurs au Canada, offrir des possibilités d'emploi aux Canadiens compétents et imaginatifs et aider le pays, de façon générale, à réaliser son potentiel dans un monde de plus en plus interdépendant. La CDC doit pouvoir, sans doubler ni supplanter les activités d'autres organismes, jouer un rôle dans la réunion des forces et des compétences canadiennes, notamment dans les domaines où les possibilités d'investissement offertes aux Canadiens étaient auparavant limitées ou inexistantes. Dans la même optique, la direction de la CDC pense que cette dernière peut jouer un rôle de catalyseur en mobilisant les capitaux d'investisseurs de divers pays à un niveau qui ne pourrait être autrement atteint.

Pour mener à bien sa mission, la CDC se sert de sociétés intermédiaires dotées chacune d'un personnel et d'une direction spécialisés; autrement il faudrait à la CDC des effectifs nombreux, dont la centralisation serait synonyme de lourdeur, pour s'occuper de la marche quotidienne des sociétés affiliées. La CDC préfère fournir son aide pour l'élaboration de la stratégie de base, la fixation des objectifs ainsi que la prévision et le développement à long terme, en participant aux conseils d'administration et aux comités de direction de ses sociétés. Pour l'aider à remplir ce rôle de conseil et de soutien, la CDC juge souhaitable l'adoption de certaines méthodes de contrôle budgétaire, de rapport et de surveillance. Celles-ci permettent également d'assurer la conformité des objectifs de chaque société avec les buts globaux de la CDC en matière d'investissement. Si elle tâche d'encourager la présence de cadres compétents, sûrs et dynamiques à tous les niveaux, la corporation se réserve cependant le droit de changer les directeurs et administrateurs qui, d'après elle, n'ont pas leur place dans ses

sociétés. La CDC exige donc généralement, conformément à sa constitution, un contrôle effectif afin de pouvoir protéger et développer ses investissements.

Dès les débuts de la CDC, son conseil d'administration a choisi six grands secteurs à étudier attentivement en vue d'y investir :

- le pétrole et le gaz naturel;
- la pétrochimie et les industries connexes;
- les mines, les fonderies et le raffinage;
- les pipe-lines et les moyens de transport connexes dans le Nord;
- le secteur de la santé, y compris les produits pharmaceutiques, le matériel médical et les autres articles manufacturés connexes;
- les entreprises de capital-risque.

Cette courte liste a évidemment été établie compte tenu des souhaits exprimés publiquement par le ministre des Finances et d'autres porte-parole du gouvernement lors du lancement de la société. Le choix de ces secteurs était néanmoins logique. Le secteur pétrolier, qui tient une place si importante dans l'économie globale du pays, combinait à une présence étrangère dominante un fort taux de croissance et s'inscrivait bien dans le cadre des objectifs de la CDC. Il était impossible de ne pas remarquer que le gouvernement fédéral avait été obligé de prendre une participation de 45 % dans Panarctic Oils, entreprise d'exploration pétrolière dans le Nord, en raison du manque d'intérêt et de capital-risque dans le secteur privé. De même, le choix du secteur pétrochimique et la décision précoce d'investir dans Polymer, secteur connexe à l'industrie pétrolière dominée par l'étranger, s'expliquait logiquement. La situation était un peu moins nette dans le cas du secteur minier, qui comptait déjà un certain nombre de sociétés sous contrôle canadien et où les intérêts nationaux étaient bien représentés, sans atteindre cependant 50 %. Il y avait donc moins de lacunes à combler dans ce secteur que dans d'autres. Le choix des pipe-lines et des transports dans le Nord, deux domaines bien particuliers, était souhaitable dans le contexte canadien, encore que le second secteur s'accompagnerait certainement de considérations politiques (tarification des transports, subventions aux services jugés nécessaires dans l'intérêt public, etc.). Dans le domaine de la santé, les quelques entreprises canadiennes existantes étaient passées sous le contrôle de l'étranger. On parlait beaucoup, à l'époque, de la nécessité d'obtenir et de fournir des capitaux purement spéculatifs au Canada, et de réelles possibilités semblaient exister pour un secteur nouveau. Dans l'ensemble, à l'exception possible des mines, le choix de ces secteurs d'investissement par la CDC paraissait opportun, pourvu qu'ils satisfassent à ses autres critères. Dans des interventions publiques, la direction se montra manifestement consciente des conditions auxquelles devaient répondre ses choix, en fonction de la mission impartie par la loi à la CDC et des principes directeurs qu'elle s'était fixés.

Chaque secteur choisi était jugé capable d'offrir le taux de rendement de 15 % indiqué précédemment. La pétrochimie, le secteur de la santé et les entreprises de capital risque avaient été sélectionnés délibérément parce qu'ils semblaient présenter des possibilités uniques d'investissement au Canada grâce à leur forte valeur ajoutée par personne, tout en ayant des effets indirects bénéfiques sur la création de revenus, d'emplois et de marchés. L'essor des provinces de l'Ouest depuis 1950 est cité comme exemple à cet égard. On pensait aussi qu'un secteur des ressources en expansion créerait d'autres possibilités au niveau de la fabrication; la corporation voulait, dans ce domaine, concentrer ses efforts sur les entreprises de transformation des ressources naturelles ou les sociétés dotées de techniques de pointe et d'un bon potentiel d'exportation. Pour les mines, notamment, les activités de fonderie et de raffinage susceptibles de s'ajouter représentaient un atout certain. La percée recherchée au niveau international semblait être possible dans le secteur minier, les pipe-lines, la pétrochimie et le secteur de la santé. L'accent mis par la CDC sur les projets importants de développement à long terme s'harmonisait avec les importants besoins de fonds propres associés aux projets envisagés, comme la construction d'un gazoduc partant du Grand Nord ou une usine de craquage pétrolier qui permettrait à la pétrochimie canadienne d'accéder à la dimension internationale. La CDC n'était pas en mesure de lancer ni de contrôler des entreprises de ce genre, mais elle pouvait être le chef de file des investisseurs. Comme nous l'avons mentionné, le secteur de la santé était considéré comme un exemple des domaines d'investissement fermés aux Canadiens, où les étrangers prospéraient.

La direction de la CDC semble donc avoir choisi fort intelligemment les branches où elle voulait investir. Les prises de participation qui en ont résulté sont résumées au tableau 1.

Tableau 1  
 Vue d'ensemble des participations de la CDC  
 (en millions de \$)

Secteur et société	Année d'acquisition	% des fonds propres détenus	Mise de fonds de la CDC	Valeur comptable fin 1975
<b>Pétrochimie</b>				
Polysar <sup>2</sup>	1972	100	72	96,2 <sup>3</sup>
Petrosar	1975	20	9,9 <sup>4</sup>	9,9
<b>Mines</b>				
Texasgulf	1973	30,2	271,2	324,2
<b>Santé</b>				
Connlab Holdings <sup>5</sup>	1973	100	35,5	32,5
<b>Pipe-lines</b>				
Gazoduc de l'Artique canadien	1972	3,9	3,8	3,8
<b>Capital-risque</b>				
Venturetek International	1972	32	4,7	6,4
Placements Innocan	1973	40	3,7	3,6
Ventures West Capital	1973	49	2,2	2,2
<b>Pétrole et gaz<sup>6</sup></b>				
CDC Oil Gas	1975	100	<u>110,8</u>	<u>110,8</u>
			513,8	589,6
Divers (Encaisse et placements à court terme)			<u>109,8</u>	<u>109,8</u>
			<u>623,6</u>	<u>699,4</u>

1. Mise de fonds de la CDC plus (ou moins) les bénéficiaires distribués cumulatifs revenant à la CDC à raison de ses participations.
2. Polysar détient 40 % des actions de Petrosar, ce qui donne une participation globale de 60 % dans cette dernière société à Polysar et à la CDC; Petrosar est donc consolidée dans les états financiers de la CDC.
3. Aucun redressement n'a été apporté à l'égard des 51 millions de dollars d'achalandage négatif, c'est-à-dire l'excédent de la valeur comptable des actifs nets acquis sur le prix payé.

4. Y compris les 3,9 millions de dollars ajoutés en janvier 1976 dans le cadre d'un engagement de 25 millions.
5. Société de portefeuille formée pour regrouper les laboratoires Connaught et d'autres acquisitions dans le domaine de la santé.
6. Acquisition datant du 31 décembre 1975 et rebaptisée CDC Oil Gas; la participation totale de la CDC représente en moyenne 60 % des terrains pétrolifères et gazifères appartenant auparavant à Tenneco Inc. au Canada.

Source : rapports annuels 1972-1975 de la CDC; prospectus d'émission, 2 septembre 1975; circulaire d'offre de Polysar Ltd, le 17 décembre 1975.



La compréhension du tableau, avec l'aide des notes, ne pose pas de problèmes, à l'exception peut-être de la colonne *valeur comptable*. En gros, cette colonne représente la mise de fonds initiale de la CDC, augmentée du chiffre cumulatif des bénéfices distribués revenant à cette dernière. Cette correction de la participation dans des filiales possédées en totalité ou en majorité par une société est tout à fait normale; cependant, lorsque la participation est inférieure à 50 %, la légitimité de cette correction dépend du contrôle effectif. Si l'investisseur en cause est le plus gros actionnaire, détenant ainsi le contrôle effectif, l'Institut canadien des comptables agréés prescrit la comptabilisation à la valeur de consolidation. Celle-ci permet de tenir compte, dans les états financiers de l'entreprise participante, de sa quote-part des bénéfices de la société émettrice. Il s'ensuit que ces bénéfices, diminués des dividendes reçus, doivent être ajoutés à la valeur de la participation au bilan de la société participante. Dans le cas de la CDC, cette méthode s'applique à l'importante participation dans Texasgulf et aux mises de fonds moins considérables faites dans les sociétés de capital-risque. A la fin de 1975, la participation dans Texasgulf valait 263 millions de dollars au cours du marché, au moment de la rédaction du rapport, sa valeur courante étant de 320 millions. Ces sommes se comparent à un coût enregistré de 271,2 millions et à une valeur comptable de 324,2 millions. Une participation assurant le contrôle effectif d'un groupe minier international de l'importance de Texasgulf se négocierait presque certainement à un niveau bien plus élevé que son cours en Bourse si elle était offerte à des acheteurs éventuels. La participation de la CDC ne semble pas gonflée dans les états financiers de la CDC, même si elle y est inscrite conformément aux exigences comptables.

Comme l'indique le tableau, les principales prises de participation ont eu lieu jusqu'ici dans la pétrochimie, le secteur minier, et, celui du pétrole et du gaz. Ces participations ont à elles seules une importance suffisante pour avoir un effet global sensible sur la CDC. Polysar (auparavant Polymer), l'une des quatre sociétés de la couronne mentionnées dans la loi portant création de la CDC, a été achetée 62 millions de dollars comptant, plus 10 millions dépendant des bénéfices futurs, qui ont été versés par la suite. En outre, la CDC s'est engagée à faire de gros investissements, tant directement que par l'intermédiaire de Polysar, dans le grand projet Petrosar, près de Sarnia. Concernant les autres sociétés de la couronne, la CDC aurait aimé obtenir la participation fédérale de 45 % de Panarctic Oils, mais, à la faveur de l'évolution ultérieure dans le domaine énergétique, les autorités fédérales ont préféré conserver à l'intention d'une nouvelle société pétrolière nationale cette participation, dont a hérité ensuite Petro-Canada. Comme pour la Société des transports du Nord, la CDC devait ensuite se prononcer contre une prise de participation à cause des éléments non économiques qui entraient en ligne de compte. Enfin, Eldorado Nucléaire n'a pas été acceptée en raison de l'incertitude pesant à l'époque sur l'économie de l'uranium. (Selon la direction de la CDC, un dirigeant d'Eldorado fait partie du conseil d'administration, mais il s'agit d'une coïncidence.) Le gouvernement fédéral ne semble avoir influencé en rien la CDC dans ces décisions.

Les participations prises dans les domaines de la santé et du capital-risque donnent le contrôle souhaité sur les entreprises en cause, encore que dans le dernier cas, la CDC ait délibérément adopté l'optique du gros

plutôt que celle du détail, du fait que, de par sa constitution, elle n'est pas intéressée par les entreprises aux mises de fonds inférieures à un million et que, d'après elle, la meilleure façon de prendre et de surveiller ce genre de participation est de recourir à de petites équipes de direction souples et décentralisées formées de spécialistes.

La comparaison de la mise de fonds de la CDC et de leur valeur courante permet d'apprécier le succès des diverses participations. Les bénéfices non distribués sont venus grossir la participation de la CDC dans la Polysar, dans Texasgulf et dans Venturetek. Par contre, Connlab Holdings et les Placements Innocan ont évolué défavorablement.

Les objectifs et principes d'exploitation de la CDC peuvent paraître quelque peu idéalistes. Ils sont indéniablement ambitieux. Seul le temps permettra de juger de la validité du choix des secteurs et entreprises dans lesquels la CDC a investi. Nous essaierons cependant d'évaluer la valeur des principales participations de la compagnie. Compte tenu des circonstances ayant entouré sa création ainsi que de sa constitution bien particulière, il est évident qu'une dose considérable de réflexion et de logique a présidé au choix des participations et à la formulation de la politique de la CDC jusqu'ici. Cela, déjà, suffirait à distinguer la CDC des autres sociétés de portefeuille industrielles. De plus, en l'espace de quatre ans seulement, la CDC a atteint dans une mesure remarquable les objectifs qu'elle s'était fixés en matière d'investissement.

Où en est donc aujourd'hui la CDC dans l'accomplissement de sa mission qui est d'aider à " développer et à maintenir des corporations fortes contrôlées et dirigées par des Canadiens dans le secteur privé de l'économie " et d'élargir, " pour les Canadiens, les possibilités d'investir pour le développement économique du Canada et de participer à ce développement "? Sa politique et ses objectifs satisfont-ils à ces critères? La CDC apporte-t-elle à ses entreprises affiliées des avantages dont elles n'auraient pu bénéficier autrement, comme un appui financier, les bénéfices d'une association, l'aide à la préparation et au contrôle budgétaire ou la solution de problèmes? Voici les questions auxquelles nous tenterons de répondre dans les chapitres suivants.

## CHAPITRE III

### PERSPECTIVES ACTUELLES

Les quatre années d'acquisitions actives effectuées par la CDC depuis sa création, fin 1971, ont été résumées au tableau 1, qui permet également d'évaluer l'importance relative des participations prises jusqu'ici. Le tableau 2 permet de voir l'importance de ces participations d'une manière plus nette en indiquant les bénéfices qu'en retire la CDC sous forme de revenu net et de dividendes. Le tableau vise aussi à indiquer le rendement réalisé sur l'ensemble du chiffre d'affaires, ainsi que la valeur à laquelle les participations sont actuellement comptabilisées par la CDC. Dans le cas de la CDC Oil & Gas, acquise le 31 décembre 1975, les derniers chiffres de revenus et de dividendes sont estimatifs.

Les chiffres figurant au tableau 2 font ressortir certains facteurs concernant les investissements effectués à date par la CDC et sa position financière d'ensemble :

- l'importance prépondérante de Texasgulf, Polysar-Petrosar et CDC Oil & Gas, sociétés choisies pour la pénétration dans les secteurs minier, pétrochimique et pétrolier, où la CDC s'est montrée la plus active jusqu'ici;
- le caractère cyclique et instable des participations prises dans les mines et la pétrochimie, c'est-à-dire Texasgulf et Polysar-Petrosar;
- la dépendance de la CDC à l'égard de Texasgulf pour ses revenus nets et, essentiellement, pour les dividendes reçus et l'autofinancement;
- le rendement des participations dans Texasgulf et Polysar-Petrosar, qui a satisfait aux critères de rentabilité et de croissance des bénéfices de la CDC en 1974 mais a été bien insuffisant en 1975;
- les pertes, qui se sont aggravées la dernière année, et l'absence totale de rendement sur la participation relativement importante dans Connlab Holdings, et ce, malgré les recettes importantes fournies par le groupe d'entreprises du secteur de la santé;

- la participation relativement faible et embryonnaire dans les entreprises de capital-risque et le consortium du gazoduc de l'Arctique canadien;
- la dimension et, vraisemblablement, la stabilité que la CDC Oil & Gas apportera au revenu net, même si le rendement de cette participation ne satisfait au critère de 15 % de la CDC qu'après quelques années (dans ce cas, le rendement du flux de trésorerie pourrait être un critère mieux approprié; voir le chapitre IV sur les principales participations, section sur la CDC Oil & Gas).

Il ressort nettement de cette analyse que les secteurs minier, pétrochimique et pétrolier-gazier auront une importance primordiale sur la situation future de la CDC. Aussi étudierons-nous attentivement, au prochain chapitre, les mérites des entreprises choisies dans ces secteurs.

### Structure du capital

Le tableau 3 montre l'importance du complexe pétrochimique Polysar-Petrosar dans la structure du capital consolidé de la CDC.

Fin 1975, compte tenu de l'emprunt Polysar de juin 1976, la CDC avait pour quelque 370 millions de dollars de dettes consolidées à court et à long termes, contre 700 millions de fonds propres (valeur comptable consolidée). On constate donc un coefficient d'endettement relativement élevé de un à deux. La colonne du milieu montre dans quelle mesure l'endettement, et donc l'effet de levier, de la CDC est imputable à Polysar-Petrosar.

Si l'on ne fait pas de consolidation, la CDC a relativement peu de dettes à court terme, comme l'indique la colonne *reste*. En fait, il semble qu'elle n'ait aucun crédit bancaire en souffrance, de sorte que l'emprunt d'environ 110 millions de dollars destiné à financer l'acquisition d'une participation de 30,2 % dans Texasgulf (voir chapitre suivant) doit avoir été remboursé. Comme la colonne *reste* indique 14,6 millions de dollars de dette à long terme et que Connlab Holdings, filiale à 100 %, devait quelque 15 millions à ce titre fin 1975, on peut supposer que la CDC n'a elle-même aucune dette à long terme.

La CDC est essentiellement un fournisseur de capitaux propres; selon notre législation, les dividendes versés par une société canadienne à une autre ne sont pas imposés au niveau du bénéficiaire. La CDC ne disposera donc normalement pas, à part les dividendes, de beaucoup de revenus auxquels elle pourrait imputer ses frais d'intérêt, et son régime fiscal l'empêche de contracter elle-même de gros emprunts et d'exercer un effet de levier. Cela évite les emprunts à deux niveaux dans le groupe, puisque des filiales comme Polysar-Petrosar et Connlab doivent emprunter directement, sans passer par l'intermédiaire de la société mère. La CDC peut évidemment garantir des dettes accessoires, ce qu'elle a dû faire pour Polysar-Petrosar (voir le chapitre sur les principales participations).

Tableau 2  
 Importance relative des participations de la CDC  
 (en millions de \$)

	Recettes 1975	Valeur comptable <sup>1</sup>	Contribution aux résultats nets		Dividendes 1975	Contribution 1974
			1975	1974		
Texasgulf	461,7	324,2	27,6 <sup>2</sup>	40,4 <sup>2</sup>	9,4 <sup>3</sup>	7,5 <sup>3</sup>
Polysar-Petrosar	392,1	106,1	(1,3)	18,1	1,2	2,5
Connlab Holdings	83,8	32,5	(2)	(0,3)	-	-
Capital-risque	73,5	12,2	0,8	1,1	-	-
Gazoduc de l'Arctique canadien	-	3,8	-	-	-	-
CDC <sup>4</sup>	7,4	109,8	0,9	(0,4)	-	-
	<u>1 018,5</u>	<u>588,6</u>	<u>26</u>	<u>58,9</u>	<u>10,6</u>	<u>10</u>
CDC Oil & Gas <sup>5</sup>	N/D	110,8	7E	N/D	2E	N/D
	<u>\$</u>	<u>699,4</u>	<u>33</u>	<u>58,9</u>	<u>12,6</u>	<u>10</u>
	<u><u></u></u>	<u><u></u></u>	<u><u></u></u>	<u><u></u></u>	<u><u></u></u>	<u><u></u></u>

Source : rapport annuel 1975 de la CDC.

1. Voir tableau 1 et l'explication de la valeur comptable.
2. Le coût d'acquisition de Texasgulf dépassait la valeur comptable des actions achetées au montant de 143 millions de dollars, excédent qui est amorti sur une base linéaire. La contribution aux résultats nets est inscrite après déduction d'une annuité d'amortissement de 3,57 millions de dollars.
3. Chiffre estimatif, après retenue fiscale de 15 % et conversion en dollars canadiens.
4. Placements à court terme et revenus afférents, en termes globaux et nets, dépenses déduites.
5. Acquisition datant du 31 décembre 1975; les résultats nets et dividendes figurant pour 1975 sont estimatifs (E) et indiqués *pro forma*.

Tableau 3  
Structure consolidée du capital de la CDC  
(au 31 décembre 1975)

	Valeur consolidée <sup>2</sup>	Polysar- Petrosar	Reste
	(en millions de \$)		
Emprunts à court terme	<u>95,2</u>	<u>52,9</u>	<u>42,3</u>
Dette à long terme	<u>280,4</u> <sup>3</sup>	<u>265,8</u> <sup>3</sup>	<u>14,6</u>
Participations minori- taires dans les filiales	<u>73,2</u> <sup>4</sup>	<u>0,6</u>	<u>72,6</u>
Capital <sup>1</sup>			
. actions privilégiées	100	50 <sup>4</sup>	50
. actions privilégiées convertibles	142,5	-	142,5
. actions ordinaires	322	30	292
. bénéfices non distribués	91,7	117,8	(26,1)
. excédent de la valeur comptable	<u>51,6</u>	<u>-</u>	<u>51,6</u>
	<u>607,8</u>	<u>147,8</u>	<u>460</u>
Total	<u>1 156,6</u>	<u>517,1</u>	<u>639,5</u>

1. Dix millions d'actions classe A sans droit de vote, à 5 3/4 %, rachetables, cumulatives, valeur nominale \$10.

1 425 340 actions classe B avec droit de vote à 8 %, convertibles, cumulatives, rachetables, valeur nominale \$100.

#### Rachetables

- . au choix des actionnaires, du 2 octobre au 31 décembre 1980 et du 2 octobre 1985 au 1<sup>er</sup> octobre 1986;
- . au choix de la société, à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1980 à \$105, avec diminution de \$1 par action annuellement jusqu'au 2 octobre 1985, puis à \$100.

#### Convertibles

- . en 10 actions ordinaires à n'importe quel moment.

#### Actions ordinaires gratuites

- . droit à deux actions gratuites.

- . une action payable aux détenteurs enregistrés le 1<sup>er</sup> octobre 1980 et le 19 octobre 1985, ou sur conversion préalable.
- . la première action gratuite doit être émise; le droit à la seconde action gratuite est supprimé sur les actions rachetées avant le 1<sup>er</sup> octobre 1985 ou la fixation de la date d'enregistrement pour l'émission de ces actions.

30 712 038 actions ordinaires sans valeur nominale (toutes, sauf 48, détenues actuellement par le gouvernement fédéral).

2. Polysar appartient exclusivement à la CDC, et Petrosar appartient à 40 % à Polysar et à 20 % à la CDC; aussi est-elle consolidée dans les états financiers de cette dernière.
3. Une dette à long terme de 30 millions de dollars (U.S.) contractée par Polysar en janvier 1976 est ajoutée au chiffres de fin d'année; aucun redressement n'a accompagné la conversion en dollars canadiens.
4. Actions privilégiées de Polysar appartenant à des tiers et figurant donc comme participations minoritaires dans les états consolidés de la CDC.

---

Sources : rapport annuel 1975 de la CDC; rapport annuel 1975 de Polysar.

Polysar, filiale à 100 %, entièrement consolidée, de la CDC, détenait à l'origine une participation de 60 % dans Petrosar, fournisseur international et en expansion de matières premières pétrochimiques, qui était donc consolidé dans les états financiers de Polysar. L'an dernier, les actionnaires de Petrosar modifièrent leur entente pour permettre à la CDC de prendre une participation directe de 20 % dans Petrosar, celle de Polysar tombant alors à 40 %. L'utilité de cette décision, grâce à laquelle Polysar n'a plus besoin de consolider Petrosar dans ses états financiers, apparaîtra quand Polysar-Petrosar sera évaluée. Malgré ce transfert de participation à l'intérieur du groupe, la CDC doit continuer de consolider Petrosar dans ses états financiers. Il convient de souligner ici l'effet de levier exercé par Polysar-Petrosar sur leur société mère et qui en amplifie à la hausse (comme en 1974) ou à la baisse (comme en 1975) les résultats pour les actionnaires de la CDC.

### Répartition des actions

l'heure actuelle, les 30,7 millions d'actions ordinaires émises par la CDC, à l'exception de 48 %, sont détenues par le gouvernement fédéral. Cependant, à la fin de 1975, la compagnie a émis 1 425 340 actions privilégiées convertibles de catégorie B, valeur nominale \$100, dans le public canadien, chaque action étant assortie de 10 voix, convertibles en 10 actions ordinaires et donnant droit à deux actions gratuites à des dates déterminées ou sur conversion préalable. Cette catégorie d'actions, dont les modalités sont résumées en bas du tableau 3, donne déjà au public une grande influence dans la société, plus précisément 14,3 sur 45 millions de votes, soit 32 % du total. Cette émission a également donné au public la possibilité de détenir une importante proportion d'actions ordinaires de la CDC, comme le montrent les calculs du tableau 4.

En supposant que les actions privilégiées catégorie B soient entièrement converties et les deux actions gratuites émises, on voit que le public pourrait actuellement devenir propriétaire de 36 % des actions ordinaires de la CDC.

Une autre émission, faite dans les mêmes conditions que celle de la classe B de l'an dernier et avant la mise en circulation de la première action gratuite, porterait à 48 % la part du grand public dans le capital de la CDC. Une autre augmentation de capital du même genre, combinée à la mise en circulation de la première action gratuite qui doit être émise porterait la part du public à un peu moins de 50 %. Deux autres émissions légèrement inférieures, globalement, à celle de 1975 (142,5 millions de dollars) et lancées dans les mêmes conditions ramèreraient à moins de 50 % les droits de vote du gouvernement fédéral dans la CDC, ce qui mettrait fin à sa représentation d'office au conseil d'administration tout en lui laissant le droit de nommer quatre administrateurs au lieu d'exercer ses droits de vote aux assemblées d'actionnaires. Lorsque la participation de l'Etat tombe au-dessous de 50 %, les actionnaires du public peuvent, possibilité qui n'est peut-être pas que théorique, exercer une influence majoritaire aux assemblées générales annuelles et extraordinaires. Il se pourrait que ce point tournant soit atteint au cours des trois ou quatre prochaines années.



Tableau 4  
Répartition possible des actions ordinaires de la CDC  
(en millions d'actions)

<u>Situation</u>	Gouvernement fédéral		Grand public		Total	
		%		%		%
A l'heure actuelle	30,7	100	-	-	30,7	100
A l'émission d'actions gratuites						
1 <sup>re</sup> action (doit être émise)	30,7	96	1,4	4	32,1	100
2 <sup>e</sup> action (sous réserve des rachats)	30,7	92	2,8	8	33,5	100
Sur conversion totale des actions privilégiées catégorie B	30,7	68	14,3	32	45	100
Sur conversion totale et émission de la						
1 <sup>re</sup> action gratuite	30,7	66	15,7	34	46,4	100
2 <sup>e</sup> action gratuite	30,7	64	17,1	36	47,8	100

---

Source : Rapport annuel 1975 de la CDC; prospectus d'émission du 2 septembre 1975 de la CDC.

La mesure dans laquelle la CDC peut espérer émettre d'autres actions et accroître en conséquence la participation du public sera évaluée en conclusion de l'étude. Si l'on choisit de nouveau les actions privilégiées convertibles lors des émissions futures, la direction et les actionnaires actuels compteront évidemment sur une option de conversion de plus en plus chère à mesure que les résultats de la CDC seront reflétés à la Bourse. Nonobstant cette observation et les limites pratiques du marché, le tableau 4 indique avec quelle rapidité la participation du public pourrait s'accroître, et celle de l'Etat diminuer, à la faveur d'émissions placées dans le public dans les mêmes conditions que celle de 1975. Cette évolution serait accélérée si la CDC procédait à des acquisitions par échange d'actions ou exerçait son droit de rachat des actions détenues par l'Etat à leur valeur comptable, soit \$15.16 à la fin de l'an dernier.

Si les autorités fédérales gardent leurs 30,7 millions d'actions de la CDC et que la participation souhaitée de 90 % du public est obtenue par des émissions et des acquisitions par échange de titres, la CDC aura finalement 307 millions d'actions ordinaires en circulation. Il faudrait pour cela en référer au Parlement, le capital actuellement autorisé de la compagnie s'élevant à 200 millions d'actions ordinaires. Si la totalité de ces dernières était émise de la manière indiquée, le portefeuille de l'Etat (30,7 millions d'actions) représenterait 15,3 % et celui du public, 84,7 %. En mettant les choses au mieux, il faudrait plusieurs années à la CDC pour atteindre ce premier palier. En outre, un capital de 200 millions d'actions serait par trop important, même si l'on tient compte de la croissance du secteur des entreprises sur dix à vingt ans. Voici, à titre de comparaison, le nombre d'actions de grandes sociétés canadiennes actuellement en circulation : 130,2 millions (appartenant à 82 % à l'étranger) pour Imperial Oil; 70,5 millions (dont un peu plus de 50 % sont maintenant détenus par des Canadiens) pour INCO; 71,7 millions pour le Canadien Pacifique; 39,8 millions, susceptibles de passer à 48,5 si tous les droits de conversion et de souscription sont exercés, pour Bell Canada; 36,1 millions d'actions pour la Banque royale, 24,6 pour Stelco et 23,1 pour Noranda.

Ainsi donc, si l'on recourait à de nouvelles émissions pour obtenir une participation de 85 % du public, le nombre et la liquidité (c'est-à-dire la disponibilité) des actions de la CDC devraient être énormes par rapport à ceux des principales entreprises canadiennes, même si sa capitalisation en Bourse était davantage comparable. Une participation de 90 %, niveau souhaité, du public amplifierait encore le déséquilibre sur le plan du nombre d'actions émises. Aussi l'option de rachat des actions détenues par l'Etat pourrait-elle bien être envisagée à un moment quelconque, sous peine de devoir considérer comme irréaliste l'objectif de 90 % de participation du public. Il serait évidemment plus facile de justifier le rachat des actions détenues par l'Etat si les actions ordinaires de la CDC étaient cotées sur un marché public à un cours supérieur à leur valeur comptable.

## Dividendes ordinaires

Nous étudierons au dernier chapitre la possibilité de procéder à d'autres émissions publiques d'actions. Il est toutefois évident que, pour se développer et obtenir une participation notable du public à son capital, la CDC devra placer encore de gros montants d'actions auprès du public canadien. Cela sera facilité par l'apparition d'un marché actif des actions ordinaires de la CDC, ce qui ne deviendra une réalité que lorsqu'il sera avantageux pour les actionnaires de la catégorie B de convertir leurs actions privilégiées en titres ordinaires.

Les actionnaires de catégorie B reçoivent annuellement \$8 de dividendes cumulatifs (en second rang) sur une action privilégiée convertible en 10 titres ordinaires. Normalement, il faudrait donc que le dividende sur une action ordinaire, inexistant actuellement, passe à au moins \$0.80 par action pour inciter les détenteurs de catégorie B à convertir leur portefeuille. Le fait que les deux actions ordinaires gratuites soient émises sur conversion préalable est toutefois de nature à atténuer cette condition. Par exemple, une conversion intervenant quand les dividendes seraient de \$0.70 par action ordinaire porterait le revenu à \$8.40, contre \$8 sur les actions de catégorie B, et la première action gratuite ne pourrait vraisemblablement être émise avant la date prescrite d'octobre 1980. La décision de convertir les actions sera évidemment fonction du taux de dividende fixé pour les actions ordinaires ainsi que de la date choisie pour la première action gratuite, en particulier.

Le tableau 5 permet d'évaluer la capacité de la CDC à verser des dividendes sur actions ordinaires, en fonction de ses résultats nets non consolidés en 1975, correction faite de l'acquisition de CDC Oil & Gas le dernier jour de l'année. (La CDC Oil & Gas étant une société pétrolière en croissance, évaluée à un tiers de ses bénéfices estimatifs.)

Le coefficient de dividendes présenté dans ce tableau a indéniablement été calculé de manière très prudente. Texasgulf et Polysar devraient améliorer nettement leurs résultats en 1976, et ceux de CDC Oil & Gas, qui devraient progresser sensiblement, entreront en ligne de compte pour une année complète. En outre, le produit de l'émission de l'an dernier et d'autres ressources disponibles pour investissement, après que 110,8 millions aient été dépensés pour CDC Oil & Gas, seront d'un certain rapport. Par ailleurs, les dividendes versés par Texasgulf ont augmenté de 22 % en 1975, bien que ses résultats aient baissé de 30 % (la proportion des dividendes versés est cependant restée relativement faible, 36 %; les dividendes de Polysar pourraient souffrir des engagements financiers de cette société envers Petrosar et, s'agissant de sociétés de croissance, le gros des bénéfices de chaque entreprise affiliée à la CDC sera sans doute réinvesti pour poursuivre leur expansion. Par conséquent, même si l'on tient compte de la sévérité d'un calcul basé sur les résultats corrigés de 1975, la provision pour dividendes de catégorie B est faible. De même, les bénéfices distribuables en dividendes ordinaires doivent encore progresser considérablement avant d'atteindre le seuil où la conversion en actions ordinaires deviendra intéressante. Le droit qu'ont les détenteurs de racheter leurs actions au dernier trimestre de 1980 rend encore plus urgente la nécessité, pour la CDC, de procurer des dividendes convenables sur ses actions ordinaires.

## Généralités

Cette analyse de la situation de la CDC, en 1976, permet de comprendre la décision de se concentrer sur les avoirs existants avant d'envisager d'autres prises de participation. D'après les chiffres de 1975, les acquisitions de la corporation n'offrent pas un rendement suffisant, le niveau d'endettement est considérable et fortement influencé par Polysar, assez instable, et Petrosar, entreprise avide de capitaux, tandis que les dividendes disponibles pour les actionnaires (publics) de catégorie B sont faiblement provisionnés. Le paiement de dividendes sur les actions ordinaires sera un facteur déterminant de la conversion des actions de catégorie B et du moment de cette conversion; ce sera également un élément très important dans la décision des actionnaires d'exercer ou non leur droit de rachat, dont la première vient à échéance en 1980. Les dividendes d'actions ordinaires permis par la réussite des participations de la CDC sont indispensables à l'apparition d'un marché convenable pour les actions de cette dernière et favoriseront ses importantes transactions futures de financement et d'acquisition.

L'examen des principales participations, qui fait l'objet du prochain chapitre, permet d'évaluer les chances de la CDC d'atteindre ses objectifs en matière de dividendes sur actions ordinaires et, par ricochet, ses buts globaux en matière de financement, d'investissement et de propriété canadienne.

Tableau 5  
Bénéfices distribuables de la CDC  
(en millions de \$)

	1975
Dividendes et autres revenus de placements reçus	
dividendes de Texasgulf	9,4
dividendes de Polysar	1,2
intérêt et autres revenus financiers	7,8
	<u>18,4</u>
Redressement relatif à la CDC Oil & Gas	2
	<u>20,4</u>
Frais d'exploitation et impôts	(3,3)
Dividendes sur actions privilégiées catégorie A	(5,8)
	<u>11,3</u>
Bénéfice net disponible pour les dividendes sur actions de catégorie B et ordinaires	11,3
Dividendes catégorie B (pour une année entière)	11,2
Taux de couverture des dividendes catégorie B	1 x
Nombre d'actions ordinaires en cas de conversion intégrale et d'émission d'actions gratuites : 47,8 millions	
Bénéfices disponibles pour paiement des dividendes sur les actions ordinaires complètement diluées	0,26

Source : rapport annuel 1975 de la CDC, dont données non consolidées de la CDC.

## CHAPITRE IV

### PRINCIPALES PARTICIPATIONS

Comme l'indique le tableau 6, trois participations, Texasgulf, Polysar-Petrosar et CDC Oil & Gas, jouent un rôle important dans la situation actuelle de la CDC et, par conséquent, pèsent lourdement sur son avenir.

Nous nous livrons ci-après à une analyse détaillée de ces principales participations, en gardant deux questions à l'esprit :

- La participation étudiée répond-elle aux objectifs de la CDC, notamment la perspective d'un fort taux de croissance à long terme et de bénéfices supérieurs ?
- La CDC peut-elle apporter à chaque société considérée des éléments que celle-ci n'aurait pu obtenir par ailleurs et remplit-elle ainsi sa mission ?

Tableau 6  
Principales participations de la CDC  
(en millions de \$)

	Dernière		contribution <sup>1</sup>	
	valeur comptable <sup>1</sup>	%	1975	1974
Texasgulf	324,2	46	27,6	40,4
Polysar-Petrosar	106,1	15	(1,3)	18,1
	<u>430,3</u>	<u>61</u>	<u>26,3</u>	<u>58,5</u>
CDC Oil & Gas	110,8	16	7 <sup>2</sup>	-
	<u>541,1</u>	<u>77</u>	<u>33,3</u>	<u>58,5</u>
Ensemble de la CDC	<u>699,4</u>	<u>100</u>	<u>33</u>	<u>58,9</u>

Source : rapport annuel 1975 de la CDC.

1. Selon le tableau 2.

2. Chiffre estimatif ajusté pour correspondre au total des contributions au revenu de 1975.

TEXASGULF INCORPORATED

Participation de la CDC

Prise	en octobre 1973
Participation	30,2 %
Coût	271,2 millions de dollars comptant, soit en moyenne \$29.29 par action
Valeur comptable	324,2 millions de dollars (voir le tableau 1, note 1, page 16 et les explications de la p. 15)

Passif consolidé  
(au 31 décembre 1975,  
en millions de \$)

Dette à long terme	228
Impôts différés	179
Actions ordinaires *	<u>628</u>
Total	<u>1 035</u>

Bénéfices et dividendes par action

Année	Bénéfices	Dividendes
1972	\$0.99	\$0.60
1973	2.43	0.64
1974	4.83	0.98
1975	3.37	1.20
1976E	3.75	
1977E	4.50	

\* La CDC possède 9 259 720 des 30 672 863 actions ordinaires en circulation.



## TEXASGULF INCORPORATED

La prise du contrôle de cette société minière d'envergure mondiale, où la participation canadienne est considérable, a été un coup d'éclat, témoignant d'une interprétation dynamique de la mission de la CDC. Celle-ci a sans conteste plus d'importance pour Polysar-Petrosar que pour Texasgulf. Le poids réel de la CDC sur la conduite de Texasgulf, l'étendue réelle du contrôle représenté par sa participation de 30 % et l'attitude qu'aurait la direction de Texasgulf si la CDC essayait d'acquiescer les 20 % qui lui manquent pour être majoritaire sont des questions pour le moment sans réponse. Texasgulf représente néanmoins une prise de participation remarquable par la CDC et les deux sociétés retirent toutes deux des avantages de leur association.

### La société

Texasgulf est une entreprise minière américaine d'envergure internationale. Elle a été fondée en 1909 sous le nom de Gulf Sulphur Company, dans le cadre de la législation du Texas, pour explorer un gisement de soufre dans cet Etat. Sa raison sociale devint Texas Gulf Sulphur Company en 1918. Dès 1926, Texasgulf était le plus gros producteur de soufre du monde. Peu avant la seconde Guerre mondiale, elle commença à étudier l'épuration du soufre du gas naturel, effort qui devait déboucher sur la mise au point d'une technique d'extraction rentable et l'implantation d'usines de récupération du soufre au Wyoming et en Alberta, le premier investissement de la société au Canada.

L'entreprise commença à diversifier ses activités en 1952, s'intéressant d'abord à l'exploration pétrolière et gazière. La prospection minière amena la découverte d'importants gisements de phosphate en Caroline du Nord à la fin des années 1950. La chute rapide du prix du soufre, entraînant celle des bénéfices et des dividendes de Texasgulf, donna un nouvel élan aux efforts de diversification qui se concrétisèrent, en 1964, par la découverte d'un gros gisement de fer riche en zinc, en cuivre et en argent sur les lieux d'une mine abandonnée dans le canton de Kidd, près de Timmins, en Ontario.

Cette découverte sensationnelle, puisque les réserves de fer furent provisoirement évaluées à 55 millions de tonnes, exposa Texasgulf à une série de poursuites judiciaires, intentées par Leitch Gold Mines, qui contestait la propriété du gisement, par la Commission des opérations de bourse des Etats-Unis (U.S. Securities Exchange Commission), pour infraction aux règles sur l'information confidentielle, et par les anciens actionnaires de Texasgulf. La question de propriété fut réglée en 1968 en faveur de Texasgulf, qui dut cependant attendre 1971-1972 pour voir la plupart des autres poursuites jugées. Ne se laissant pas arrêter par ces menaces judiciaires, Texasgulf poursuivit l'application de ses plans. Elle créa une division des métaux pour commencer l'exploitation à Timmins. Elle procéda à des achats de terrain dans la région et commença à exploiter une nouvelle mine à ciel ouvert, à Kidd Creek. Celle-ci devait devenir non seulement l'une des plus riches mines découvertes au Canada, mais aussi

l'une des principales sources de production de zinc et d'argent du monde occidental

Le niveau de production visé à Kidd Creek fut atteint au début de 1967, date à laquelle la mine fut transférée à une filiale à 100 % de Texasgulf, Ecstall Mining Ltd, maintenant Texasgulf Canada Ltd. Cette filiale devait apporter immédiatement une importante contribution aux bénéfices de la société mère. Les ventes de Texasgulf avaient déjà doublé en 1968, et ses résultats nets avaient augmenté de plus de 100 %. Au début des années 1970, les ventes de métaux dépassaient la moitié du chiffre d'affaires total, et plus de 40 % de l'actif de Texasgulf se trouvait au Canada, qui lui fournissait des deux tiers aux trois quarts de son bénéfice d'exploitation; cette contribution atteint un sommet de 80 % en 1973. Le fléchissement des prix entraîna une baisse des profits après 1968, ce qui n'empêcha pas Texasgulf d'entreprendre un ambitieux programme d'investissement et de diversification étalé sur plusieurs années.

L'entreprise décida de construire sur place, en 1969, une usine pour traiter par électrolyse environ la moitié des concentrés de zinc produits à Kidd Creek. Cette usine de 70 millions de dollars entra en production en 1972, pour atteindre son rythme en 1973. Des modifications terminées en 1974, qui coûtèrent 5 millions de plus, accrurent la production de 25 %. Outre du zinc en plaques, l'usine produit de l'acide sulfurique, du cadmium, de l'étain, du cuivre et des résidus à forte teneur d'argent. Cette usine a permis de réaliser des économies très sensibles par rapport aux activités précédentes de raffinage, ce qui donne à l'investissement un rendement intéressant dans l'ensemble.

Après ses premières mésaventures, l'entreprise ne fit plus grande déclaration publique sur les réserves de Kidd Creek. A la fin de 1970, ces réserves furent jugées suffisantes pour justifier l'extraction annuelle de 3,6 millions de tonnes pendant au moins vingt-cinq ans. Cela correspondait à des réserves totales de plus de 90 millions de tonnes, chiffre confirmé par une nouvelle estimation de 95 millions en 1973. Cependant, vu l'étendue du gisement, beaucoup considéraient ces chiffres comme bien en deçà de la réalité.

L'année 1972, pendant laquelle la CDC commença à étudier le moyen de prendre pied dans le secteur minier, marqua un nouveau tournant dans la politique d'expansion de Texasgulf, à la mine de Kidd Creek, dans l'exploration pétrolière et gazière au large de la Louisiane, les produits chimiques et les engrais aux Etats-Unis, et des mines de fer dans laquelle l'entreprise avaient pris une participation dans l'ouest de l'Australie.

A Kidd Creek, les forages avaient indiqué que le gisement de fer descendait bien au dessous de 4 000 pieds; il fut donc décidé de passer progressivement d'une exploitation à ciel ouvert à une exploitation souterraine sur un certain nombre d'années. D'après le dernier rapport annuel de la société, le gisement a été reconnu au-delà de 5 000 pieds, sans qu'on en connaisse encore la profondeur et l'étendue exactes. A la faveur de la conversion indiquée, l'importance de l'exploitation souterraine a dépassé en 1976 celle de la mine à ciel ouvert, qui devrait être fermée à la fin de l'année. On procède actuellement au fonçage d'un second puits.

Toujours à Kidd Creek, on entreprit en 1972 d'étudier s'il serait rentable de construire sur place une raffinerie pour traiter les concentrés de cuivre et de plomb de la mine. De même que la conversion à une exploitation souterraine en prolonge la durée de vie, améliore la souplesse d'exploitation et permet d'espérer une plus forte teneur en fer, une raffinerie réduirait sensiblement les coûts de fonderie et permettrait une meilleure récupération globale des métaux. (A l'heure actuelle, les concentrés de cuivre sont raffinés à forfait par Noranda, les concentrés de plomb et d'argent étant expédiés aux Etats-Unis pour traitement.) Ce projet d'intégration complète semblait offrir d'importants avantages.

Lorsque, en 1973, la CDC fit son offre, les cours des métaux étaient à la hausse et la nouvelle usine de traitement du zinc de Kidd Creek commençait à contribuer aux bénéfices, qui remontaient vers le niveau de 1968. L'évolution favorable des prix, notamment ceux du zinc et du cuivre, qui influent fortement sur les bénéfices de Texasgulf, continua d'avoir un effet amplificateur, en 1974. Cette année-là permit aussi de bénéficier de l'expansion de l'usine de zinc de Kidd Creek, du développement des exploitations de phosphate et de potasse aux Etats-Unis et de la progression des travaux en Australie. Les ventes accusèrent une forte augmentation, le bénéfice net doublant par rapport aux sommets précédents.

La récession mondiale fit sentir ses effets en 1975 sur le chiffre d'affaires et les bénéfices. Ce fut cependant la deuxième année record, au cours de laquelle la société continua de renforcer son assise et d'élargir ses horizons, comme l'indique la ventilation suivante des bénéfices d'exploitation des trois dernières années :

	1975	1974	1973
Etats-Unis	40 %	34 %	19 %
Canada	57	65	81
Ailleurs	3	1	-
Total	100 %	100 %	100 %

La même année, fut lancé un programme quadriennal de 100 millions de dollars pour porter de 3,6 à 5 millions de tonnes la production annuelle de la mine de Kidd Creek, notamment par le fonçage d'un second puits souterrain et l'addition d'un quatrième circuit au concentrateur. La société entama en outre les travaux d'ingénierie et de conception d'une fonderie-raffinerie de cuivre de 360 millions de dollars, dont l'achèvement était prévu pour 1978. Cependant, à l'été de 1976, l'entreprise annonça que la nouvelle raffinerie serait construite en deux parties, dont la première, à commencer immédiatement, devait être terminée en 1979. La division des produits chimiques fit un gros investissement dans une mine de cendres de soude au Wyoming, tandis qu'achèvements, développement et acquisitions se poursuivaient dans le domaine des phosphates, des pierres à chaux, et du soufre (Frasch). L'exploration a été accrue partout dans le monde, la priorité étant donnée au pétrole et au gaz aux Etats-Unis et au Canada.

A la fin de 1973, la société changea sa raison sociale de Texas Gulf Sulphur pour celle de Texasgulf Incorporated, jugée plus représentative d'un groupe international dont les principales activités s'étendaient aux domaines suivants :

- l'extraction, la fonderie et le raffinage de métaux de base, au Canada;
- la production de soufre et de produits chimiques agricoles et industriels aux Etats-Unis, au Canada et au Mexique;
- une participation croissante à l'exploration du gaz naturel au large de la Louisiane et du fer en Australie;
- un programme mondial de prospection pétrolière, gazière et minière.

Au fil des années, la Texasgulf est devenue l'une des sociétés les plus importantes, les plus dynamiques et les plus diversifiées d'exploitation des minéraux dans le monde. La transformation d'un producteur de soufre en une entreprise multinationale aux activités multiples, en l'espace d'une décennie, ne manque pas d'impressionner. La mine de Kidd Creek, qui n'a pas encore atteint son plein rendement, reste le joyau de la Texasgulf, aux avoirs pourtant variés. C'est cette société, aux activités fort lucratives au Canada, que la CDC choisit pour pénétrer dans le secteur minier!

#### L'offre de la CDC

La Texasgulf, avec ses activités si importantes au Canada mais avec, assez curieusement, un seul Canadien dans son conseil d'administration, apparaît comme une cible logique pour la CDC, une fois le secteur minier choisi comme l'un de ses principaux domaines d'intérêt. De fait, Texasgulf répondait admirablement à la plupart des critères de la CDC sur le plan des possibilités de croissance, de l'augmentation des bénéfices, du rendement des fonds propres, de la possession d'une importante mine au Canada, complétée par des installations de fonderie et de raffinage, ainsi que de l'envergure internationale. Ce n'est cependant qu'après une longue étude que la CDC se décida.

La CDC étudia la façon de s'implanter dans le secteur minier au printemps 1972. Elle choisit alors de le faire en prenant une participation dans une société existante, en raison de coût du lancement d'une entreprise à partir de zéro. On dressa une liste de 20 à 30 sociétés minières, dont faisait partie Texasgulf. La liste fut ensuite ramenée à quatre entreprises dans la catégorie des 50 à 60 millions de dollars, ce qui excluait Texasgulf. Cependant, à l'automne 1972, la CDC avait rejeté trois compagnies sur quatre, pour les remplacer par des sociétés nécessitant une mise de fonds beaucoup plus considérable que prévu. Texasgulf était du nombre.

En mars 1973, ne restaient en lice que Texasgulf et une autre entreprise. Dans le cas de la première, il semblait qu'une participation d'environ 35 % serait supportable financièrement et suffisamment importante pour obtenir le contrôle de la compagnie. La CDC commença à acheter des actions Texasgulf au porteur, considérées comme un bon placement en soi, qu'elle arrive ou non

à en prendre le contrôle. En outre, Noranda accepta d'acheter des titres pour le compte de la CDC en attendant la décision définitive de celle-ci et celle de sa propre direction, qui ne savait pas encore si elle participerait à l'entreprise. La demande d'aide adressée à Noranda, fort symptomatique, reflète sans doute l'appréhension de la CDC devant l'ampleur de la tâche, vu son manque de compétence dans le secteur minier et le risque d'une réaction négative de la direction de Texasgulf, susceptible d'entraîner des démissions préjudiciables à une bonne gestion de l'exploitation. La CDC envisagea aussi la création d'une société conjointe qui détiendrait la participation dans Texasgulf. La part des actionnaires canadiens dans celle-ci était alors évaluée à 20 %, y compris un paquet de 2 à 2,5 % détenu par Noranda.

La Noranda mit plusieurs mois à se décider, achetant 748 000 des actions en circulation de Texasgulf, soit 2,5 % pour le compte de la CDC par l'intermédiaire d'un compte numéroté à la banque de Nouvelle-Ecosse. Fin juin, la Noranda se déclarait contre toute participation à l'entreprise, en raison d'autres projets où elle était déjà engagée et de la conviction de pouvoir mieux employer ses fonds ailleurs. La CDC décida alors de faire cavalier seul.

La CDC était surtout intéressée par la mine de Kidd Creek. Presque tous les principaux produits de Texasgulf faisaient l'objet d'une demande mondiale et de prix croissants. Même les perspectives du marché du soufre (entrant dans la fabrication d'engrais phosphaté), jusque-là assez sombres, commençaient à s'améliorer; les analystes financiers révisaient à la hausse leurs prévisions de bénéfices pour 1973-1974, et le titre était recommandé par un certain nombre de maisons de courtage canadiennes. Les bénéfices du premier semestre, annoncés le 20 juillet, étaient excellents, ce qu'on attribuait à la nouvelle usine de zinc de Kidd Creek et à la demande mondiale croissante de métaux et de matières premières pour engrais. Le cours de l'action passa de \$17  $\frac{1}{4}$ , creux atteint plus tôt dans l'année, à \$24  $\frac{1}{4}$ .

Le 24 juillet 1973, après la clôture des cours, la CDC offrit d'acheter 10 millions des actions Texasgulf détenues aux Etats-Unis au prix unitaire de \$29 U.S., soit une dépense totale de 290 millions de dollars. Combinée aux actions déjà acquises par l'entremise de Noranda, cette offre permettait d'obtenir 35 % des actions en circulation de Texasgulf, ce qui, en cas de réussite, permettait de porter à 55 % la part canadienne dans l'entreprise, compte tenu des 20 % déjà détenus.

L'acquisition devait être financée sur les fonds propres de la CDC, le gouvernement fédéral ayant à verser (en deux versements) le solde de sa souscription à 250 millions de dollars d'actions et la banque Toronto Dominion acceptant d'ouvrir une ligne de crédit de 160 millions de dollars à court terme. Plusieurs années après, soit en 1976, les dirigeants de la Toronto Dominion, témoignant devant la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés, ont déclaré avoir consenti ce prêt sans connaître l'entreprise dont la CDC cherchait à acquérir les actions et que cette dernière avait demandé à la banque de ne pas exiger le nom de cette société. Cette transaction, reconnue comme étant sans précédent dans les annales de la banque, avait été conclue en raison du crédit de la CDC, de l'engagement du fédéral de faire d'autres avances à la société et de la conviction que

l'offre avait l'appui unanime du conseil d'administration de la CDC, c'est-à-dire le soutien de cette dernière et l'accord implicite du gouvernement. A ce qu'on apprit, la Toronto Dominion se trouvait être l'un des banquiers de la Texasgulf au Canada; son ignorance de la cible choisie pour la prise de contrôle lui évita donc une situation qui risquait d'être gênante.

Cette offre d'achat faite en vue d'acquérir une participation de contrôle fut très mal accueillie par la direction de Texasgulf, qui obtint immédiatement des tribunaux une injonction ordonnant l'arrêt de la transaction. Une longue et acharnée bataille judiciaire s'engagea aux Etats-Unis, ce qui obligea à répéter plusieurs fois l'offre. La première réaction des investisseurs fut très favorable. Un nombre d'actions supérieur aux 10 millions demandés fut déposé à la garde de tiers en attendant l'issue du procès; la principale critique fut que l'offre n'avait pas été adressée également aux actionnaires canadiens. (On invoqua, pour expliquer que l'offre n'avait été faite qu'aux actionnaires américains, l'impossibilité d'obtenir une liste des actionnaires de Texasgulf et les exigences variables des autorités boursières canadiennes, qui auraient empêché de respecter le caractère confidentiel des informations.)

A la fin de septembre 1973, alors que les tribunaux ne s'étaient pas encore prononcés, Texasgulf annonça les résultats spectaculaires des forages entrepris à Kidd Creek, qui confirmaient l'existence de réserves dépassant 90 millions de tonnes. Elle annonça aussi le développement de la production annuelle de la mine et de la laverie, de 3,6 à 5 millions de tonnes, ainsi que la décision de construire une fonderie de cuivre. Début octobre, Texasgulf annonça une hausse de 35 % des recettes du troisième trimestre (par rapport au trimestre comparable de 1972) et une progression de 178 % de revenus nets. Plus tard le même mois, la cour d'appel de la Nouvelle-Orléans confirma un jugement rendu antérieurement en faveur de la CDC par la cour de district de Houston, ce qui laissait enfin la voie libre à la société canadienne pour faire son offre. Cependant, à l'époque, 1,8 million d'actions avait été retirées, ce qui en laissait moins de 9 millions chez les dépositaires. La CDC annonça ensuite qu'elle avait pu acquérir 9 259 720 actions Texasgulf, soit environ 30 % de celle-ci. Bien que légèrement inférieure à l'objectif initial, cette prise de participation donnait à la CDC le contrôle effectif de Texasgulf et, aux Canadiens, environ la moitié de cette entreprise.

Dans ses déclarations devant les tribunaux américains, la CDC admit avoir envisagé au début un certain nombre de décisions si son offre réussissait, dont la vente de certains actifs, bien que l'offre d'achat indiquât l'absence de tout plan établi à cette fin. Cependant, la société indiqua qu'un réexamen de son projet d'achat lui avait fait considérer comme des atouts supplémentaires les activités chimiques et agricoles, les entreprises pétrolières et la diversification internationale de Texasgulf. La direction de cette entreprise en reçut d'ailleurs tout le mérite. La CDC ajouta s'être aperçue que le comportement médiocre de Texasgulf à la Bourse, où le titre avait stagné un certain temps autour de \$25, était dû au caractère cyclique des secteurs d'activité de la société et non aux carences de son administration.

Au début de décembre, les sociétés, dans un communiqué commun, annoncent qu'elles avaient réglé leurs différends et que trois administrateurs de la CDC avaient été nommés au conseil d'administration de Texasgulf, un quatrième représentant canadien devant y accéder à l'assemblée générale annuelle suivante.

Ainsi prit fin une des prises de contrôle les plus fameuses de l'histoire canadienne.

### Etude financière

Le tableau 7 retrace dix années fertiles en événements. Il fait ressortir le caractère cyclique et fortement évolutif du secteur des ressources naturelles, ainsi que l'influence des variations des prix des métaux et des produits de base sur les bénéfices de Texasgulf. Dans le cadre de ces fluctuations, il révèle aussi les progrès et la diversification remarquables d'une entreprise dynamique qui, d'abord axée essentiellement sur le soufre, a réussi à devenir l'un des principaux groupes d'exploitation des ressources naturelles du monde.

La période de référence du tableau, 1966, est l'année précédant celle où la division des métaux, grâce à la nouvelle mine de Kidd Creek, a commencé à contribuer au chiffre d'affaires et aux bénéfices de Texasgulf. En 1968, deux ans seulement plus tard, les ventes avaient doublé et les bénéfices, progressé encore plus grâce à cette mine. Ce n'est qu'en 1973 que le chiffre d'affaires et les bénéfices dépassèrent le niveau de 1968; cependant, pendant cette période, le gros des recettes et des bénéfices d'exploitation de Texasgulf fut imputable à Kidd Creek. Cette mine et, par conséquent, les activités canadiennes ont ainsi joué un rôle indéniable dans le doublement des ventes et des bénéfices de Texasgulf.

L'usine électrolytique de zinc dont la construction a commencé en 1969 pour se terminer, avec des additions, en 1974, apparaît dans l'augmentation des investissements en terrains, usines et équipements au début des années 1970, de même que le développement de la division des produits chimiques. Les investissements productifs ont fait un autre bond en 1975, où d'importants programmes, tous aux Etats-Unis, ont été poursuivis ou entrepris par la division des produits chimiques et un grand projet de quatre ans visant à accroître la production de Kidd Creek, notamment par un deuxième puits de mine, a été lancé.

Tableau 7  
Sommaire financier - Texasgulf  
(en millions de \$)

	1975	1974	1973	1972	1971	1968	1966
<u>Bénéfices</u>							
Div. des métaux	196	291	216	147	S/O	S/O	S/O
Div. prod. chim.	236	260	143	119	95	-	-
Pétrole et gaz	12	9	5	4	-	-	-
Divers	<u>1</u>	<u>9</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
	<u>445</u>	<u>569</u>	<u>364</u>	<u>270</u>	<u>218</u>	<u>266</u>	<u>130</u>
Bénéfices avant impôts	171	269	121	52	39	101	35
Taux moyen d'imposition	40%	45%	39%	45%	36%	29%	20%
Bénéfices nets	103	147	74	30	20*	72	28
<u>Situation financière</u>							
Actif total	1 156	977	776	771	670	529	365
Fonds de roulement	187	192	114	94	87	151	31
Comprenant l'inventaire	140	74	64	71	68	38	19
Coefficient de fonds immobilisations (nettes)	2,8	2,3	2,7	2,5	2,5	4,3	2,4
Dette à long terme	228	135	157	173	169	126	135
Fonds propres	628	559	440	385	372	298	176
<u>Autres informations</u>							
Bénéfice par action	\$3.37	\$4.83	\$2.43	\$0.99	\$0.67*	\$2.36	\$0.92
Dividende par action	\$1.20	\$0.98	\$0.64	\$0.60	\$0.60	\$0.33 1/3	\$0.13 1/3
Valeur comptable de l'action	\$20.50	\$18.30	\$14.50	\$12.70	\$12.30	\$9.80	\$5.80
Produit des fonds engagés	16,4%	26,4%	16,8%	7,8%	5,4%	24,1%	15,9%
Cours moyen de l'action	\$30 1/8	\$28 3/8	\$25 1/8	\$17 3/4	\$17 3/4	\$39 3/8	\$33 1/2

\* Après imputation extraordinaire de 4,7 millions de dollars, équivalant à \$0.15 par action.

Source : rapports annuels de Texasgulf Inc.



Tableau 8  
 Dépenses d'investissements - Texasgulf  
 (en millions de \$)

	1976	1975	1974
Division des produits chimiques	93	155	54
Division des métaux	110	48	22
Exploration	40	31	18
Divers	37	5	9
<b>Total</b>	<b>280</b>	<b>239</b>	<b>103</b>

Source : rapports annuels 1974 et 1975 de Texasgulf Inc.

La bonne situation financière de Texasgulf et la vigueur de ses investissements, révélées par le tableau 8, lui ont permis d'obtenir des services à court terme et d'emprunter dans le secteur privé, les années où ses propres ressources étaient insuffisantes. Cependant, pour pouvoir réaliser les investissements de 1975 (239 millions de dollars contre des ressources nettes d'autofinancement, après dividendes, de 145 millions de dollars, Texasgulf a dû effectuer deux importantes opérations de financement en 1974. En premier lieu, 125 millions de dollars de débentures, cotées AA par un service d'analyse et A par l'autre, ont été placées aux Etats-Unis et à l'étranger. D'autre part, la société a conclu avec un consortium de 16 banques un accord de crédit lui permettant d'emprunter 250 millions. Cette entente limite la dette consolidée de Texasgulf à environ 477 millions de dollars d'après les derniers chiffres; utilisé au maximum, l'accord porterait la dette totale à peu près au niveau des fonds propres.

Les ventes et les bénéfices ont accusé une baisse sensible en 1975, qui fut pourtant la deuxième année record dans les annales de Texasgulf. En 1976, la reprise lente de l'économie mondiale ne permettra sans doute qu'une faible amélioration des bénéfices nets. Pour les années suivantes, la direction juge que les bénéfices ont de bonnes chances de dépasser les records précédents.

Les perspectives de bénéfices, à moyen terme, de Texasgulf pourraient se révéler exceptionnelles. Les prix des métaux se raffermiront quand l'économie mondiale reprendra sa croissance, les perspectives du secteur des engrais, phosphate, potasse, etc., étant bien meilleures lorsqu'on tient compte de la pénurie mondiale d'aliments. Comme nous l'avons indiqué, la situation de Texasgulf dépend beaucoup du prix des ressources naturelles et des produits de base. Il faut en outre tenir compte des avantages à attendre des grands programmes d'investissements terminés récemment ou en cours dans les divisions des produits chimiques et des métaux, afin d'accroître la production et de réduire les frais de traitement.

On estime généralement qu'en 1976 les bénéfices progresseront d'environ 10 % par rapport aux \$3.37 par action de 1975; l'année suivante devrait être bien meilleure, avec une croissance de l'ordre de 20 % et des bénéfices par action d'à peu près \$4.50.

Les analystes financiers s'accordent à dire que les bénéfices de Texasgulf pourraient augmenter dans une très forte proportion au cours des années à venir. Certains experts soutiennent que les bénéfices par action devraient doubler, par rapport au record de \$4.83 de 1974, d'ici la fin de la décennie.

### Evaluation de la participation de la CDC

La prise du contrôle de Texasgulf en octobre 1973 est l'une des actions de la CDC les plus audacieuses et qui ont fait couler le plus d'encre. C'est également l'un de ses investissements les plus judicieux et les plus importants.

La réaction initiale des investisseurs à l'acquisition a pu s'apparenter à de l'appréhension, qui n'a pas tardé à faire place à un sentiment nettement favorable. Il apparaît en effet de plus en plus que Texasgulf est bien plus qu'une entreprise cyclique. Elle se classe en fait parmi les sociétés d'exploitation des ressources naturelles les plus fortes, les plus diversifiées et les plus intéressantes du monde. La participation de 30,2 % de la CDC représente non seulement un actif de valeur, mais encore un investissement opportun présentant une qualité et des possibilités de croissance exceptionnelles, à un prix attrayant.

De plus, la participation de la CDC dans Texasgulf fournit à celle-là une bonne source de bénéfices et, chose aussi importante, d'autofinancement et de dividendes. Par exemple, depuis 1973, les bénéfices de Texasgulf ont augmenté de 39 % et les sommes versées en dividendes, de 88 %. En outre, Texasgulf est suffisamment importante pour influencer sensiblement sur les résultats de la CDC. A la fin du dernier exercice, la valeur courante de cette participation, essentiellement le prix initial d'achat de 271,2 millions de dollars augmenté de la quote-part des bénéfices non distribués, moins une annuité d'amortissement de 3,6 millions de dollars, s'élevait à 324,2 millions, contre 307,9 millions en 1974. Ce chiffre soutient la comparaison avec la valeur accordée en Bourse au titre Texasgulf. En 1975, les bénéfices nets de 27,6 millions de dollars, pour 316 millions, en moyenne, de fonds propres pendant l'année, n'ont pas atteint les 15 % de rendement exigés par la CDC. Cependant, les bénéfices de 1974 (40,4 millions de dollars) répondaient à cette exigence, comme devraient le faire les résultats futurs, qui ont des chances de doubler au cours des cinq prochaines années. Outre ses perspectives en matière de bénéfices et de produits des fonds engagés, Texasgulf possède la liquidité nécessaire pour profiter des occasions prometteuses qui se présentent, ce qui accroît la valeur de la participation de la CDC dans le secteur des mines et des ressources naturelles.

Tout cela suffit-il? Comment Texasgulf se situe-t-elle par rapport aux principaux objectifs et politiques de la CDC?

D'un point de vue nationaliste, Texasgulf représente une reprise en main d'une importante ressource canadienne, même si, selon les derniers chiffres, la part canadienne globale entreprise soit descendue un peu au-dessous de 50 %. Elle représente aussi une base solide d'expansion future pour la CDC dans le secteur minier, considéré comme prioritaire par la corporation. Texasgulf est en outre multinationale, caractéristique recherchée par la CDC. Sa direction est experte dans la recherche et la mise en valeur des gisements et connaît toutes les facettes des techniques d'exploitation. La transformation de Texasgulf en une entreprise multinationale aux activités diversifiées témoigne de l'esprit d'entreprise exceptionnel de ses dirigeants. M. Richard D. Mollison, président de Texasgulf Canada, est Américain, et l'entreprise ne peut être considérée comme ayant une direction canadienne. Bien qu'elle ne réponde pas à ce critère de la CDC, la Texasgulf possède les atouts financiers, techniques et administratifs qui permettent de réaliser les objectifs particuliers de la corporation.

Depuis la découverte de 1964, qui a donné une nouvelle jeunesse à Timmins, la Texasgulf s'est conduite en bonne citoyenne. Les grands travaux en cours à Kidd Creek, dont la construction d'une fonderie de cuivre, contribueront au développement d'une ressource intéressante contrôlée par les Canadiens et, entre autres avantages, apporteront à ces derniers de nouveaux emplois.

A tous ces égards, la Texasgulf répond à l'objectif de la CDC, qui est de développer et de maintenir des compagnies fortes contrôlées par les Canadiens dans le secteur privé, tout en fournissant les avantages d'une exploitation internationale. De son côté, que peut apporter la CDC à Texasgulf?

De toute évidence, l'apport de la CDC est nul ou négligeable du côté technique et minier. Cependant, la corporation peut représenter les intérêts du Canada au conseil d'administration. Texasgulf est, après tout, une société nord-américaine à la tête de laquelle la présence canadienne devait être assurée, ce qui n'était pas le cas auparavant. La CDC a prouvé son utilité comme analyste de la situation canadienne en expliquant, par exemple, aux administrateurs et dirigeants de Texasgulf la récente controverse fédérale-provinciale sur l'imposition des ressources naturelles, le changement de régime fiscal du secteur minier en Ontario et la nationalisation de l'industrie de la potasse en Saskatchewan. Dans le même ordre d'idées, les relations de la CDC facilitent les contacts de Texasgulf à Ottawa ou ailleurs. Récemment, le gouvernement de Panama a choisi Texasgulf pour diriger l'exploitation du gisement de cuivre de Cerro Colorado dans l'ouest du pays et pour y prendre part. Ses liens avec la CDC ont peut-être contribué à ce succès de Texasgulf.

D'autres éléments laissent à penser que la CDC pourrait être utile à Texasgulf dans sa politique et sa stratégie globales, dans un cadre plus large que celui du Canada. Les antécédents de Texasgulf dans ses relations avec les actionnaires et les investisseurs ne sont pas aussi brillants qu'ils auraient pu l'être, comme en témoignent le long procès des années 1960 et la série de communiqués publiés après l'offre d'achat de la CDC. Parmi les analystes financiers, la direction de Texasgulf a la réputation d'être distante et de ne pas divulguer autant de renseignements que les autres sociétés. La qualité informative des rapports annuels de Texasgulf s'est améliorée

considérablement ces dernières années, même si l'entreprise se refuse toujours à révéler les bénéfices par division, contrairement à de nombreuses autres entreprises.

La croissance de Texasgulf s'est faite jusqu'ici par des investissements directs plutôt que par des acquisitions. Là encore, son association avec la CDC pourrait l'aider à prendre davantage conscience de l'intérêt des prises de participation.

Texasgulf est une société bien établie et prospère, dotée de ses propres méthodes, organisation et usages comptables; la participation de la CDC n'a entraîné aucun changement dans ce domaine. La CDC, selon la méthode admise, comptabilise Texasgulf à sa valeur de consolidation dans son compte de résultats et son bilan. Texasgulf n'a pas de comité de direction, alors que la CDC juge ce dernier normalement souhaitable dans les sociétés affiliées, mais elle comporte des comités interne, dont un comité de vérification, dans lesquels la corporation est représentée. Texasgulf a ses propres accords bancaires, notamment avec la Toronto Dominion et son agence de New York. Aussi la nomination de M. Richard Thomson, maintenant président de la banque Toronto Dominion et figure éminente des milieux d'affaires canadiens, comme quatrième représentant canadien au conseil d'administration de Texasgulf a-t-elle été doublement utile. Il n'existe pas de risques graves de cumul de fonctions ou de sièges d'administrateur entre la CDC et Texasgulf, bien qu'il soit utile de se rappeler que, sans ses liens avec l'Etat, la CDC n'aurait sans doute pas reçu de la Toronto Dominion l'appui qui lui a permis de prendre le contrôle de Texasgulf. Dans cette mesure, elle bénéficiait d'un avantage que ne possèdent pas les autres sociétés de portefeuille du secteur privé.

La participation de 30,2 % dans Texasgulf est détenue par une filiale en propriété exclusive, CDC Nederland BV, créée pour servir au financement des activités d'autres filiales de la CDC à l'étranger, tout en permettant de bénéficier de la retenue fiscale américaine moins forte sur les dividendes de Texasgulf versés à cette dernière. Les puristes pourraient s'étonner de voir une société d'Etat profiter des astuces du régime fiscal international; cependant, la filiale CDC Nederland BV pourrait également se révéler utile si la CDC devait se financer à l'étranger.

Texasgulf n'a pas autant besoin de la CDC que, par exemple, Polysar et Connlab. Elle pourrait sans doute très bien s'en sortir sans la CDC et celle-ci exerce sans doute peu d'influence directe sur ses affaires. Cela dit, la CDC a apporté et peut continuer d'apporter une contribution utile et proprement canadienne à cet important groupe américano-canadien d'exploitation des ressources naturelles.

L'action Texasgulf a monté en Bourse depuis la prise de participation de la CDC, et les investisseurs la considèrent généralement comme une excellente valeur de croissance. Bien qu'on puisse se demander dans quelle mesure ses 30 % correspondent à un contrôle réel, les recherches indiquent que la participation de la CDC dans Texasgulf comporte des avantages mutuels, tout en profitant accessoirement au Canada. En outre, le choix de Texasgulf est très judicieux en raison de l'autofinancement et des bénéfices qu'elle procure à la CDC dans les premières étapes de son développement.

Si l'important programme d'investissement et de diversification entrepris par Texasgulf comporte des risques, la participation prise dans cette société se révélera certainement d'une importance capitale.

POLYSAR LIMITED  
 et l'entreprise associée  
 PETROSAR LIMITED

<u>Participation de CDC</u>	<u>dans Polysar</u>	<u>dans Petrosar</u>
Prise	en juillet 1972	
Participation	100%	60% globalement soit : 20% directement et 40% via Polysar
Coût	72 millions de dollars en actions	30 millions en espèces 9,9 millions de dollars de la CDC 20,1 millions de dollars de Polysar
Valeur comptable :	96,2 millions de dollars	9,9 millions de dollars

Bénéfices et dividendes de Polysar\*  
 (en millions de \$)

<u>Année</u>	<u>Bénéfices</u>	<u>Dividendes</u>
1972	7,4	0,8
1973	11,1	1,2
1974	18,1	2,5
1975	(1,4)	1,2
Dernière	0,4	2
1976E	20	?

\* Bénéfices nets disponibles pour distribution et répartis sur  
 2 millions d'actions ordinaires

E : estimation

Capitaux permanents, consolidés  
(au 31 décembre 1975, en millions de dollars)

Dette à long terme	<u>123,7<sup>1</sup></u>	<u>142,1<sup>4</sup></u>
Capital-actions		
Privilégiées, 8% cumulatives rachetables		
Privilégiées 1 <sup>er</sup> rang, A	50 <sup>2</sup>	
Ordinaires	30	43,5
Surplus	<u>117,8</u>	<u>2</u>
	<u>197,8</u>	<u>45,5</u>
Total de capitalisation <sup>3</sup>	<u><u>321,5</u></u>	<u><u>187,6</u></u>

- 
1. Correction faite d'une émission de débentures de 30 millions de dollars dont le produit a été reçu le 15 janvier 1976.
  2. La CDC s'est engagée à souscrire pour 15,1 millions de dollars d'actions privilégiées de second rang en 1976.
  3. La CDC a garanti à hauteur de 75 millions de dollars l'engagement de Polysar envers Petrosar.
  4. Polysar estime qu'elle devra souscrire pour 39 millions de dollars de débentures de Petrosar

## POLYSAR LIMITED

Polysar et son fournisseur de matières premières, Petrosar, société en plein essor, connaissent à fond leur domaine. Des mesures de protection sont prévues dans la majorité des contrats d'approvisionnement de Petrosar, tandis que la rentabilité de Polysar semble s'améliorer. Cependant, le rapport risque-rémunération reste élevé et le succès de cette participation n'est aucunement garanti. Voilà deux sociétés qui ont besoin de toute l'aide financière, des compétences et de la perspicacité que peut apporter la CDC. A elles deux, elles représentent une importante participation qui vient combler une lacune dans le secteur et met pleinement à l'épreuve la mission, les objectifs et les politiques de la corporation.

Le succès ou l'échec de Polysar-Petrosar influera grandement sur l'avenir de la CDC. Les deux sociétés traversent en ce moment des années décisives dont découlera dans une large mesure l'issue de la participation. On aura une idée beaucoup plus précise de la situation quand la production de Petrosar atteindra son plein rendement, en 1980-1981 selon les prévisions.

### Polysar

Née des nécessités de la guerre, la société Polymer Limited, ensuite rebaptisée Polysar Limited, est une entreprise canadienne unique en son genre, devenue le premier producteur indépendant du monde de caoutchouc synthétique ainsi qu'une force potentielle dans la pétrochimie mondiale.

Lorsque la seconde Guerre mondiale priva les Alliés du caoutchouc naturel du Sud-Est asiatique, le gouvernement canadien accepta de participer à un programme nord-américain de dépannage visant à produire du caoutchouc synthétique. Il en découla la création de Polymer Corporation, société de la couronne, en 1942, pour favoriser la coordination, le financement et la direction d'une usine diversifiée qui devait voir le jour à Sarnia (Ontario). Pour la construction et l'exploitation de l'usine, elle reçut l'aide de Dow Chemical du Canada, d'Imperial Oil et d'un consortium de filiales canadiennes des principaux producteurs américains de pneus. Les accords conclus entre les gouvernements américain et canadien prévoyaient en outre la communication des connaissances technologiques des Etats-Unis.

Une fois l'usine construite, le complexe de Sarnia produisait, à la fin de 1943, du caoutchouc tout usage pour les pneus et du caoutchouc butyle pour chambres à air, à partir de ses propres matières premières (hydrocarbures). L'exploitation atteint la capacité prévue en 1944, date à laquelle le gouvernement fédéral y avait investi 48 millions de dollars.

L'expérience du caoutchouc synthétique pendant la guerre ne se révéla généralement pas concluante. La plupart considéraient ce produit comme un substitut inférieur, à abandonner dès qu'on disposerait de nouveau de



caoutchouc naturel. Aussi, après la guerre, les autorités fédérales annoncèrent-elles que Polymer ne pourrait rester en activité que si son exploitation, conduite selon de bons principes commerciaux, était lucrative. Trente ans plus tard, on peut dire que Polymer, qui, sous le nom de Polysar, opère dans 16 pays et est représentée dans plus de 70, est devenue une puissance mondiale du caoutchouc synthétique, tout en étendant ses activités au latex, aux matières plastiques et à la pétrochimie. Cette transformation s'est accomplie en six étapes distinctes :

#### 1942-1945

Période de la guerre, où il fallait produire coûte que coûte.

#### 1945-1950

Lancement d'un programme concerté de recherches et de développement visant à améliorer sensiblement la qualité des caoutchoucs synthétiques tout usage pour concurrencer le caoutchouc naturel.

Recherches de marchés d'exportation pour absorber la production d'une usine dont la capacité, à la fin de la guerre, représentait plus du triple de la demande maximale possible au Canada.

#### 1950-1960

Développement de la production de Sarnia, sous l'influence de la guerre de Corée.

Expiration des accords d'exploitation du temps de guerre et prise en charge directe de toutes les opérations par Polymer.

Réorganisation financière et transfert d'actifs du gouvernement fédéral à Polymer en échange de 30 millions de dollars d'actions ordinaires, et de 8 millions de dollars de débentures amorties dans un bref délai.

Diversification technique afin d'élargir les domaines d'application du caoutchouc synthétique.

#### 1960-1967

Mise en place d'un réseau international et de ses installations pour faire face à la concurrence des usines construites dans un grand nombre des pays qui importaient auparavant le caoutchouc. Construction d'usines de caoutchouc synthétique à Strasbourg (France) et à Anvers (Belgique); prise de participation dans d'autres pays; création d'une filiale internationale de commercialisation en Suisse et d'une société de portefeuille aux Pays-Bas.

#### 1967 - début des années 1970

Le marché international du caoutchouc synthétique devenant de plus en plus concurrentiel, des possibilités de croissance rapide sont prévues dans la production et la fabrication de matières plastiques, dans

l'exploitation d'ordinateurs en temps partagé et l'habitation modulaire, de même que le caoutchouc. Une nouvelle usine de latex a ouvert ses portes au Tennessee pour desservir l'industrie américaine du tapis; d'autres installations de latex ont été mises en place à Sarnia et en Europe.

#### De 1972 à nos jours

Acquisition par la CDC, permettant à cette dernière de prendre pied dans la pétrochimie.

Adoption de la nouvelle raison sociale Polysar pour refléter l'élargissement sensible de la gamme des activités.

Refonte du programme de diversification. Décisions, prises avec la CDC, d'arrêter la fabrication de modules d'habitation et de s'attaquer aux problèmes de l'obtention des matières premières à un prix concurrentiel et de la diversification dans la pétrochimie en se lançant, comme associée majoritaire, dans le projet Petrosar.

A l'heure actuelle, Polysar, forte de sa longue expérience dans la production de caoutchouc, de la bonne réputation technique de ses produits et d'une forte organisation commerciale internationale, représente environ 7 % du marché mondial (Europe de l'Est et Chine exclues) du caoutchouc synthétique, produit dans trois grandes catégories : les caoutchoucs SBR (tout usage), qui servent principalement à la fabrication de pneus d'automobile; les caoutchoucs butyle, pour les chambres à air et le revêtement des pneus; les caoutchoucs spéciaux, résistant par exemple aux huiles, qui entrent dans la composition d'une vaste gamme de produits.

En 1975, les caoutchoucs SBR et butyle représentaient chacun environ 40 % du chiffre d'affaires global de Polysar, le solde correspondant aux caoutchoucs spéciaux. Les sociétés intégrées de pneumatiques et de pétrole comptaient pour environ la moitié des ventes de caoutchouc tout usage. Avec à peu près 30 % du marché, Polysar est l'un des principaux producteurs de caoutchouc butyle au monde. Il en est de même pour les caoutchoucs résistant aux huiles. Au Canada, Polysar est le seul producteur de caoutchouc synthétique, ce qui lui donne une part enviable du marché. En Europe, la société est un important fabricant de caoutchouc synthétique et au-delà des trois quarts de la production des usines de Strasbourg et d'Anvers sont exportés vers plus de 70 pays.

Le latex, produit abordé dans le cadre de la diversification, est destiné principalement à l'industrie des tapis et des papiers fins. Polysar occupe une grande place sur les marchés nord-américain et européen du caoutchouc mousse, qui sert surtout de sous-tapis, et de caoutchouc carboxylé, employé surtout pour agglomérer les poils des tapis, enduire les tissus d'ameublement et comme liant dans les papiers fins. Les ventes de latex accusent une forte augmentation depuis 1971, et l'usine du Tennessee est en voie d'agrandissement.

Polysar fabrique aussi des résines de polystyrène, produit de base de l'industrie des plastiques, dans deux usines aux Etats-Unis et une au Canada. L'entreprise a en outre acquis la propriété exclusive ou une participation de contrôle dans une demi-douzaine d'usines de matières plastiques s'occupant principalement d'emballage alimentaire. Le principal achat a été fait à la fin de 1973, par la prise d'une participation importante dans Bellaplast GmbH, l'un des plus gros fabricants de gobelets et de contenants en plastique d'Europe occidentale (28 millions de dollars de chiffre d'affaires en 1974). Bellaplast a en outre mis au point et fait breveter des machines perfectionnées de thermoformage des plastiques, qui sont fabriquées et vendues par d'autres sociétés du groupe. Les ventes de matières plastiques ont progressé vivement depuis 1970, grâce à la fois aux acquisitions et à la croissance interne.

Bien que Polysar soit devenue une entreprise importante, internationale, intégrée et diversifiée, ses bénéfices et le produit de ses fonds engagés ont été, à quelques exceptions près, inégaux et médiocres (voir l'étude financière qui suit). Un bon approvisionnement en matières premières et l'issue du projet Petrosar, étudié ci-après, détiennent les clés de l'avenir de Polysar.

#### PETROSAR LIMITED

Un grand problème, commun à toute l'industrie pétrochimique canadienne, est le prix de revient élevé des matières premières. Par exemple, les principaux produits utilisés par Polysar sont l'éthylène, le benzène, le butadiène et l'isobutylène, tous obtenus par raffinage du pétrole brut; leur abondance et leur coût ont une importance capitale pour l'exploitation, la rentabilité et la viabilité globale des complexes pétrochimiques. Cependant, des installations comme les usines de caoutchouc synthétique de Polysar ont déjà la taille mondiale, ce qui justifie des installations pétrochimiques de base à l'échelle internationale.

Comme nous l'avons mentionné, la dépendance de Polysar vis-à-vis des marchés du caoutchouc synthétique où la concurrence est très vive a commencé à se traduire par une baisse de rentabilité, ce qui a incité Polysar à se diversifier au début des années 1970. Le problème était aggravé par le fait que le butadiène produit à Sarnia, matière première du caoutchouc SBR, devenait trop cher par rapport au butadiène acheté par les concurrents américains. Pour pouvoir redresser la rentabilité de l'usine de Sarnia, la société devait s'approvisionner à moindre coût. Il y avait deux solutions possibles : l'achat de butadiène fabriqué comme sous-produit par les Européens ou les Japonais et la participation, en association avec d'autres producteurs, à la construction d'un complexe pétrochimique de base, de taille mondiale, recourant au craquage du naphte et vendant sa production à des prix concurrentiels pour l'Amérique du Nord. L'achat de butadiène à l'étranger, s'il offrait un répit temporaire, ne pouvait guère constituer une solution à long terme. La seconde solution a donc été étudiée plus à fond.

Au début des années 1970, le projet SOAP (Sarnia Olefins Aromatics Project) fut envisagé conjointement par Polysar, Dow Chemical du Canada et DuPont du Canada. Le projet SOAP, qui devait fournir un approvisionnement

sûr à des prix concurrentiels, nécessitait une grosse mise de fonds, évaluée alors à plus de 200 millions, ainsi qu'un appui quelconque de l'Etat. A l'époque, le gouvernement fédéral n'était pas tellement disposé à aider l'industrie pétrochimique au Canada et se demandait quoi faire de Polysar. Cette société, de son côté, se demandait, au sujet du projet SOAP, si les gros investissements nécessaires, directement et par voie de garantie ou sous l'une des deux formes, ne l'engageraient pas encore plus dans le secteur du caoutchouc, limitant ainsi sa propre capacité de financement et ses perspectives de diversification. La question des matières premières a peut-être été le principal élément pris en considération par la CDC pour prendre les deux décisions cruciales qui s'imposaient à elle, à savoir l'achat de Polymer et la poursuite du projet SOAP.

Le naphte, qui ressemble à l'essence dérivée du brut, fut choisi comme produit de base de l'usine de craquage de Sarnia, parce qu'il permettait le mieux d'obtenir toute la gamme des produits pétrochimiques de base requis par les sociétés intéressées et que, dans le cas de Sarnia, il semblait la matière première la plus économique. Cependant, quant il s'avéra qu'on ne pouvait traiter sur place le naphte en quantités suffisantes pour justifier une exploitation à plein rendement, il fut décidé de rapprocher le complexe du pétrole brut de l'Ouest canadien. Cela nécessitait une étape supplémentaire de traitement afin de séparer le naphte du brut mais permettait de produire une grande quantité d'huile combustible. Cela impliquait aussi l'élargissement du projet SOAP en un programme beaucoup plus important et coûteux que prévu à l'origine, c'est-à-dire le projet Petrosar lancé au printemps de 1974 près de Sarnia à un coût estimatif de 430 millions de dollars.

Petrosar représente le premier fournisseur de produits de base pour la pétrochimie canadienne. Sa taille mondiale permet d'espérer les bas prix de revient unitaires que procure une production en masse. En février 1973, Dow s'est retirée de SOAP pour mettre en oeuvre son propre projet, reposant sur une installation de craquage de l'éthane en Alberta et une conduite d'éthylène alimentant Sarnia en passant par les Etats-Unis. La CDC prit une fraction de la participation majoritaire de Polysar dans le projet en 1975 (voir ci-après). Les actionnaires de Petrosar sont maintenant les suivants : Polysar (40 %), Du Pont du Canada (20 %), Union Carbide of Canada (20 %), CDC (20 %).

Petrosar est conçu pour traiter 170 000 barils de brut de l'Ouest par jour, ce qui en fait le plus gros consommateur de pétrole du Canada. Le complexe produira 80 % de produits combustibles et 20 % de produits pétrochimiques. La production de combustibles, 125 000 barils par jour au total, sera composée d'huile de chauffage, d'huile résiduelle, de gaz de pétrole liquéfié, de gaz synthétique et d'essence. La production pétrochimique annuelle se montera à un milliard de livres d'éthylène et 2 milliards de livres d'autres produits de base comme le benzène, le propylène, l'isobutylène et le butadiène. La grande majorité de ces produits et une importante fraction des combustibles seront vendus sous contrats à long terme comportant des garanties d'achat. L'essence et certains des combustibles faisant l'objet de contrats d'offre et de demande plus fluctuants, les prix prévus dans les conventions à long terme seront renégociés chaque année.

Le complexe Petrosar comprend trois grands éléments : une unité de distillation du brut, une unité d'oléfines et une unité de traitement d'essence et d'aromatiques. La première unité produira le naphthe nécessaire aux oléfines, ainsi qu'un fort volume d'huile à chauffage. L'unité d'oléfines transformera le naphthe en hydrocarbures chimiques et combustibles. Une autre transformation, dans la troisième unité, produira du benzène et de l'essence. Selon les prévisions, le complexe entrera en activité au milieu de 1977, pour atteindre son plein rendement en 1980-1981.

Les produits chimiques de base de Petrosar seront transformés en plus de 30 dérivés pétrochimiques servant à toute une gamme de biens industriels et de consommation, au Canada et à l'étranger. Le chiffre d'affaires annuel devrait atteindre le seuil du milliard de dollars d'ici 1980. Petrosar tirera une bonne partie de ses recettes des achats faits par les sociétés participantes, entre autres clients, selon une formule de prix qui dépendra largement du prix canadien du pétrole, sous la protection de planchers de livraison. D'après mes renseignements, le prix de base des produits de Petrosar augmentera chaque année en fonction du prix du brut canadien et des frais d'exploitation. Les prix facturés devraient être concurrentiels sur le marché nord-américain tant qu'ils ne s'écartent pas de plus de 5 % du prix fixé par la formule. Le but de cette dernière est de garantir que les recettes de Petrosar ne tomberont pas au-dessous d'un minimum à cause d'une dépression; ses recettes sont également plafonnées au cas où Petrosar pourrait faire payer ses produits aux prix élevés commandés par le marché. La formule de prix est valable pour dix ans à compter du démarrage de l'usine ou tant que les associés ne seront pas déchargés de leur garantie de financement de l'usine, le plus long de ces délais étant retenu. Passé cette période, le prix sera celui du marché. Les dispositions de garantie de ventes s'appliquent à 60 %, selon les évaluations, du chiffre d'affaires de Petrosar, y compris tous les produits pétrochimiques. Elles obligent le client à prendre au moins 90 % du volume prévu dans le contrat ou à payer à Petrosar la différence entre le prix de ce dernier et la somme réellement perçue par Petrosar, à concurrence de 90 % du volume prévu dans le contrat. Des circonstances atténuantes pour le client sont prévues en cas de force majeure, mais les contrats sont établis de telle sorte que Petrosar est certain de tourner à au moins 90 % de sa capacité, dans des conditions normales, et à 75 % ou au niveau nécessaire pour couvrir les frais fixes si un cas de force majeure est invoqué par le client.

La perspective d'un approvisionnement en produits pétrochimiques de base à des prix concurrentiels entraîna la construction de nouvelles installations dans la région de Sarnia, simultanément au projet Petrosar. Union Carbide s'engagea à concurrence de 150 millions de dollars dans une usine de cokéfaction du pétrole, complétée par un complexe de polyéthylène en amont, mais annonça à la fin de 1975 qu'elle réétudiait sa participation à l'ensemble du projet. (Bien que ses obligations d'achat la forcent à acquérir 90 % des 30 000 barils par jour d'huile résiduelle comme matière première dans cette usine, on se demande si le marché sud-ontarien pourra absorber une telle quantité de combustibles, notamment pendant les premières années; aussi des accords permettant de remédier au problème sont-ils étudiés par Union Carbide et par Petrosar.) Du Pont entreprend un programme d'expansion de 50 millions de dollars de son usine de polyéthylène. Shell Canada investit plus de 150 millions dans de nouvelles usines d'aromatiques, d'alcool isopropyle et de polypropylène. Polysar se propose d'augmenter sa

production de styrène en construisant une nouvelle usine pouvant produire 600 millions de livres par an, qui devrait coûter quelque 90 millions et être achevée en 1977. Le styrène est une importante composante dans les industries du caoutchouc synthétique, du latex et des matières plastiques.

Petrosar devrait fonctionner sur la base d'un contrat en régie avec bénéfices fixes. A la suite d'une autre analyse approfondie terminée en novembre 1975, le coût estimatif du projet est passé à 575 millions. La moitié environ de l'augmentation de 145 millions est imputable au renchérissement des immobilisations et le reste, au prix plus élevé que prévu du pétrole brut, à la baisse des ressources d'autofinancement pendant la première année d'exploitation, le volume et le prix et les produits pétroliers étant inférieurs aux prévisions, et à un retard probable de l'entrée en activité, maintenant prévue pour le milieu de 1977.

Les trois participants ont convenu initialement d'investir 50 millions de dollars dans Petrosar. Sur la souscription de 30 millions de Polysar, représentant une participation de 60 %, 20,1 millions de dollars avaient été versés en octobre 1975. A la fin de 1973, la CDC accepta d'aider Polysar à fournir les 25 millions représentant son engagement envers Petrosar. Deux ans plus tard, il fut décidé que la CDC devait employer 9,9 millions de dollars de cet engagement à l'acquisition, pour son propre compte, du solde de la souscription de Polysar et que le reste, 15,1 millions, serait fourni à Polysar en échange d'actions privilégiées de second rang (de Polysar) en 1976. Il en résulte que la CDC possède maintenant environ 20 % de Petrosar, la participation de Polysar ayant été ramenée à 40 %. Polysar n'a donc plus besoin de consolider Petrosar, qui figure à la valeur de 20,1 millions de dollars à son bilan, d'autres sommes devant être investies plus tard (voir ci-après). Cela donne meilleure apparence aux états financiers de Polysar et il ne fait aucun doute, comme l'indique l'analyse financière qui suit, que la participation consolidée de 60 % est mieux placée dans la structure financière beaucoup plus importante et étoffée de la CDC.

En septembre 1974, quand le coût de l'entreprise était évalué à 430 millions, des accords furent conclus avec un consortium de banques à charte canadiennes afin de trouver 300 millions de dollars, dont 265 millions sous forme de prêt à terme (dont la moitié pourrait être fournie en monnaie américaine), à rembourser par versements échelonnés d'ici mars 1988, et un prêt à vue d'exploitation de 35 millions de dollars. Les banques ont donc financé 70 % du coût estimatif initial. Parallèlement, l'Hydro-Ontario s'est engagé, sous conditions, à avancer jusqu'à 40 millions de dollars en vertu d'un accord lui permettant d'acheter des résidus de craquage à Petrosar. Cet engagement financier est toujours valide, mais l'Hydro-Ontario négocie actuellement avec Petrosar pour obtenir une réduction, les premières années, du volume de produits qu'elle serait obligée d'acheter.

Le coût estimatif du projet étant maintenant beaucoup plus élevé, on a demandé au consortium bancaire d'accroître son prêt pour financer plus de la moitié du dépassement. Les participants se sont engagés envers les banques et entre eux à investir suffisamment de fonds supplémentaires dans Petrosar pour permettre d'achever les travaux de construction et de faire face aux paiements d'intérêt et de principal sur les prêts bancaires. Le défaut d'un participant est prévu dans les contrats et assorti de pénalités

soigneusement étudiées. Polysar évalue maintenant sa mise fonds globale dans Petrosar à environ 59 millions de dollars, dont 20,1 millions en actions et 39 millions en débentures de second rang. Outre qu'elle a investi 25 millions de dollars, comme indiqué précédemment, la CDC s'est portée garante, jusqu'au niveau de 75 millions, du respect des obligations de Polysar envers les banques.

Le pétrole brut représentant une forte proportion des dépenses, la hausse du coût des immobilisations ne devrait pas affecter sensiblement la rentabilité de Petrosar. En outre, les dispositions de garantie d'achat fondées sur le prix canadien du brut atténuent les risques et la sensibilité de Petrosar aux fluctuations des prix du pétrole. En particulier, si le pétrole ou les matières de transformation produits ailleurs devenaient moins cher, les conséquences en seraient supportées par les participants au projet plutôt que par Petrosar. Cependant, Petrosar sera beaucoup plus viable, et le risque lié au coût des approvisionnements couru par les participants sera réduit au minimum si le prix du brut canadien reste inférieur ou comparable aux prix américains. A l'heure actuelle, le prix du pétrole canadien est en train de passer, par majorations successives, de \$8 à \$9.75 le baril, contre un prix intérieur d'environ \$10.80 aux Etats-Unis et un prix mondial de \$13. Vu les intentions d'Ottawa et de l'Alberta de relever les prix canadiens au niveau international au cours des quelques prochaines années, si la différence entre les prix canadiens et américains devient supérieure aux frais de transport, les contrats d'exportation de Petrosar deviendront plus onéreux pour les clients qui pourront acheter les mêmes produits à meilleur prix sur le marché américain. Il en serait de même si le prix du pétrole canadien dépassait dans une proportion identique les prix mondiaux. Il est difficile de prévoir l'évolution future du prix américain du pétrole, fonction à la fois du pétrole ancien, nouveau et des importations ou des prix mondiaux. Il semble qu'au moins au début les ventes intérieures de Petrosar remplaceront des importations plus coûteuses en général et que, dans le cadre d'hypothèses assez réalistes, le projet permette de réduire l'influence des variations des prix internationaux et de jouir d'une certaine stabilité pendant les premières années.

On a pris des précautions pour diminuer les risques. Le financement est lié au projet lui-même et les pénalités pour non-respect des obligations d'achat donnent une protection liée au prix canadien du pétrole. Je pense cependant que le projet Petrosar soulève des questions très préoccupantes. De graves problèmes se poseraient certainement si le prix canadien du pétrole dépassait nettement le prix américain, en particulier, sans parler des risques présentés par le projet du gouvernement albertain de mettre en place une industrie pétrochimique dans la province. Le qualificatif d'inquiétant est sans doute celui qui convient le mieux à Petrosar à l'heure actuelle, alors que les coûts continuent de grimper bien au-delà des prévisions initiales. D'une manière ou d'une autre, Petrosar aura une influence profonde sur la CDC et sur Polysar.

### Etude financière

Les années 1969-1975 ont été caractérisées par une forte croissance du chiffre d'affaires et une nette diversification, comme l'indique le

tableau 9. La ventilation des ventes globales de caoutchouc, qui n'ont pas été aussi impressionnantes en volume, révèle que le caoutchouc butyle (pour chambres à air et revêtements intérieurs) a davantage progressé que le caoutchouc SBR. Toutefois, sauf en 1969 et 1974, ainsi que 1973 dans une moindre mesure, les bénéfiques nets et le rendement des fonds propres correspondant à ces produits ont été insuffisants pendant les sept années considérées. Même compte tenu du caractère cyclique de cette industrie, les rendements moyens, sur les sept ans, laissent également à désirer.

Les publications de la société font ressortir que l'industrie pétrochimique est fortement capitalistique, d'où une influence très directe et sensible du niveau d'activité sur la rentabilité. Le niveau d'activité, de son côté, dépend de la conjoncture économique mondiale. Or, en 1975, le produit national brut réel des pays avec lequel Polysar réalise le gros de son chiffre d'affaires a sensiblement diminué, d'importants consommateurs de caoutchouc, de matières plastiques et de produits pétrochimiques, comme les secteurs de l'automobile et du bâtiment ayant beaucoup souffert de la crise. Il en est résulté, pour Polysar, un sous-emploi de l'équipement qui, combiné à l'importance des capitaux que reflète l'endettement de l'entreprise et à une rapide montée des coûts, a eu un effet désastreux sur les bénéfiques. La même évolution, en moins grave cependant, avait été observée pendant la récession de 1971. Le contraire s'était passé dans les années de reprise 1972 et 1973, ce qui laisse espérer un meilleur comportement en 1976; d'ailleurs, les derniers résultats provisoires font apparaître un net rétablissement des bénéfiques. Ces derniers ont culminé en 1974. Bien qu'ils comportent un élément artificiel, dû à l'élargissement temporaire de l'écart séparant les prix et les coûts dans la spirale inflationniste qui sévissait partout dans le monde, ces bénéfiques ont été réalisés après une déduction de 14 millions de dollars liés à l'échec de l'effort de diversification dans l'habitation modulaire. L'année 1974 est donc peut-être, après tout, représentative des possibilités réelles de Polysar. Il pourrait en être de même en 1976.

L'autofinancement n'a pas suivi le rythme des investissements au cours de la période considérée; aussi la forte hausse des immobilisations a-t-elle nécessité, chacune des trois dernières années, un recours aux marchés de capitaux : l'émission d'obligations en 1974 et 1976, et une augmentation du capital par émission d'actions privilégiées en 1975. L'agrandissement des installations d'extraction du butadiène, la construction d'une usine de styrène de taille mondiale et la nécessité d'investir 39 millions de dollars de plus dans le projet Petrosar (facilitée par la promesse de la CDC de souscrire pour 15,1 millions de dollars d'actions privilégiées de Polysar) laissent prévoir que les besoins de financement de Polysar resteront élevés les prochaines années.

L'émission de 30 millions de dollars lancée par les Etats-Unis sur le marché de l'eurodollar au début de 1976 se traduit par un coefficient d'endettement d'environ 0,6, chiffre qui, à la lumière d'un examen même rapide des marges bénéficiaires nettes et du rendement des actions ordinaires, est élevé. (Les termes de la comparaison ne sont pas strictement semblables, mais une analyse de la somme nécessaire au paiement des intérêts et du rendement des investissements globaux conduirait à des conclusions analogues.) Si Polysar avait gardé sa participation de 60 % dans Petrosar, ce qui



Tableau 9  
Sommaire financier de Polysar  
(en millions de dollars, sauf indication contraire)

	1975	1974	1973	1972	1971	1970	1969
<b>Ventes nettes</b>							
Caoutchouc	222	215	S/O	S/O	118	114	121
Latex	65	66	S/O	S/O	25	19	18
Matières plastiques	82	88	44	31	20	20	10
Divers	23	23	-	-	12	4	12
	<u>392</u>	<u>391</u>	<u>261</u>	<u>206</u>	<u>175</u>	<u>157</u>	<u>161</u>
<b>Destination</b>							
Canada	90	92	67	53	46	49	54
Europe	185	166	96	77	68	64	56
Etats-Unis	95	103	76	57	45	28	28
Divers	22	33	22	20	16	17	23
	<u>392</u>	<u>392</u>	<u>261</u>	<u>207</u>	<u>175</u>	<u>158</u>	<u>161</u>
<b>Prod. de caoutchouc et de résine (en millions de livres)</b>	859	1 034	1 135	985	856	801	732
<b>Bénéfices nets</b>	1,6	18,1	11,1	7,4	0,8	7,6	14,3
<b>Dividendes privi- légiés</b>	(3)	-	-	-	-	-	-
	<u>(1,4)</u>	<u>18,1</u>	<u>11,1</u>	<u>7,4</u>	<u>0,8</u>	<u>7,6</u>	<u>14,3</u>
<b>Disponible pour dividendes ordi- naires</b>	(1,4)	18,1	11,1	7,4	0,8	7,6	14,3
<b>Dividendes ordi- naires</b>	1,2	2,5	1,2	0,8	0,5	3	6
<b>Autofinancement</b>	24,2	45,6	30,5	25,7	14,5	19,6	27,1
<b>Investissements</b>	39,1	20,4	61	20	29,8	20,3	9,1
<b>Actif total</b>	416	398	341	237	233	224	207
<b>Immobilisations nettes et investissements</b>	180	150	147	115	118	102	86
<b>Fonds de roulement</b>	92	84	77	2	55	58	70

Tableau 9 (suite)

## Sommaire financier de Polysar

(en millions de dollars, sauf indication contraire)

	1975	1974	1973	1972	1971	1970	1969
Dettes à long terme	94	99	113	48	39	39	38
Actions privilégiées	50	-	-	-	-	-	-
Actions ordinaires	148	151	135	125	118	118	114
Coefficients (en %)							
Marge bénéficiaire nette	0,4	4,7	4,2	3,6	0,5	4,8	8,9
Rendement des fonds propres (actions ordinaires)	1	12	8,2	5,9	0,7	6,4	12,6

---

Sources : rapports annuels de Polysar Ltd  
circulaire d'offre du 17 décembre 1975 de Polysar Ltd

l'obligeait à continuer de consolider cette dernière, un bilan intérimaire récent aurait indiqué 270 millions de dollars de dettes contre 230 millions de fonds propres, c'est-à-dire un passif déséquilibré. Etant donné les importants besoins de capitaux de Petrosar, la décision de déconsolider l'entreprise est compréhensible (elle figure maintenant à la valeur de 20,1 millions au bilan de Polysar).

Le tableau 10 trace l'évolution trimestrielle des ventes et des résultats nets de Polysar depuis 1974 et les conséquences qui en découlent pour les actionnaires. La reprise des bénéfices au cours des derniers trimestres reflète l'amélioration de la conjoncture nord-américaine et mondiale, un niveau d'activité plus élevé, l'abaissement des seuils de rentabilité et les avantages du programme d'économie. Les bénéfices nets des douze derniers mois se chiffrent à 10,3 millions. Bien qu'une forte reprise économique soit manifeste aux Etats-Unis, les résultats les plus récents prouvent que, même si le redressement est faible au Canada, en Europe et ailleurs dans le monde, la sensibilité de Polysar à des augmentations modestes de volume, combinée à son endettement, peut se traduire par des bénéfices fortement accrus pour son détenteur d'actions ordinaires, la CDC.

Si le rythme du dernier trimestre se maintenait pendant toute l'année 1976, 20 millions de dollars environ seraient disponibles pour les actionnaires ordinaires, après déduction de 4 millions pour les dividendes privilégiés. Ce chiffre dépasserait le record de 18,1 millions de dollars enregistré en 1974 (ou 22 millions avant défalcation d'un investissement malheureux), ce qui constituerait un retournement de situation spectaculaire après le déficit de 1,4 million de dollars qu'on avait dû imputer sur l'avoir des actionnaires ordinaires en 1975. Une somme nette de 20 millions disponible pour ces actionnaires représenterait un rendement d'à peu près 13 % sur leurs fonds. Cela signifierait pour la CDC un produit intéressant sur sa mise de fonds initiale de 72 millions, ainsi que sur les 96,2 millions de dollars auxquels la participation était comptabilisée par la corporation à la fin du dernier exercice.

Par conséquent, sans oublier que l'endettement est une arme à double tranchant, on peut dire que les résultats de Polysar au cours des deux derniers trimestres laissent prévoir une rémunération de plus en plus intéressante pour les actionnaires sur leur importante mise de fonds.

#### Evaluation de la participation de la CDC

La charte de la CDC lui conférait un droit de préemption sur Polysar (à l'époque, Polymer). Une fois la pétrochimie choisie comme secteur prioritaire, Polysar devenait le vecteur tout indiqué pour la CDC. Son acquisition auprès du gouvernement fédéral fut négociée à l'été de 1972 pour 72 millions de dollars d'actions de la CDC, soit 62 millions comptant et 10 millions en fonction des bénéfices des deux années suivantes (une fois les actions mises en circulation.)

Certains soutiennent que la CDC n'avait pas une totale liberté de choix dans cette première importante prise de participation. Polysar était

Tableau 10  
 Polysar, résultats trimestriels  
 (en millions de \$)

	Période	Ventes	Bénéfice net <sup>2</sup>
1974	1	103	17,1
	2	107,3	3,3 <sup>3</sup>
	3	89,2	3,7
	4	<u>91,5</u>	<u>(6)</u>
		<u>388,3</u>	<u>18,1</u>
1975	1	90,5	(2,9)
	2	94,2	(0,7)
	3	97,7	2,2
	4	<u>105,5</u>	<u>3</u>
		<u>387,9</u>	<u>1,6</u>
1976	1	113,4	5,8

1. Les chiffres de 1975 ont été révisés, comme devraient l'être ceux de 1974. Cependant, la différence est négligeable.
2. Avant dividendes privilégiés en 1975 et en 1976.
3. Après défalcation de 4,9 millions de dollars au titre des modules d'habitation.

depuis plusieurs années une épine dans le pied du gouvernement fédéral, qui hésitait entre lui garder son caractère public et la vendre à une entreprise extérieure. Etant donné le vif désir de l'Etat de se débarrasser de Polysar, un refus d'achat, de la part de la CDC, aurait pu lui valoir une attitude moins favorable des autorités fédérales. Cependant, il aurait été difficile au gouvernement de trouver un autre acquéreur. Il s'agit en fait d'un débat théorique puisque la CDC était disposée à acquérir l'entreprise. Sans ignorer que la pétrochimie était dominée par des géants d'envergure mondiale, la CDC jugeait une présence canadienne à la fois importante et lucrative, le pays possédant les ressources énergétiques nécessaires et Polysar, les compétences techniques et le réseau international voulus. Comme, en outre, la pétrochimie représentait un élément crucial du développement économique canadien, Polysar, qui semblait devoir être rentable, répondait admirablement aux critères de la CDC. Polysar allait avoir besoin d'importants capitaux à long terme qu'il serait peut-être difficile de trouver dans le secteur privé. Autrement dit, son expansion future exigeait temps et patience. Entreprise bien canadienne, Polysar était l'instrument tout indiqué pour mettre en place une industrie pétrochimique appartenant aux Canadiens. Enfin, il s'agissait d'une entreprise multinationale à vocation exportatrice.

A première vue, un prix de 72 millions de dollars pouvait sembler modeste pour une société dont l'actif dépassait 220 millions et les fonds propres, 123,5 millions au moment de l'achat. Au bilan de la CDC figuraient 51,6 millions de dollars d'achalandage négatif, c'est-à-dire l'excédent de l'avoir net acquis sur le prix d'achat. Cependant, le gouvernement fit procéder, avant la vente, à trois évaluations indépendantes, deux par des ministères distincts et l'une par une importante maison de courtage. Les trois évaluations se situaient entre 62 et 72 millions de dollars. De toute évidence, leurs auteurs, de même que la CDC dans ses négociations avec l'Etat, étaient disposés à tenir compte des bénéfices inférieurs à la normale de 1971. Mais comment pouvait-on donc évaluer de façon réaliste les perspectives bénéficiaires d'une entreprise dont la croissance des profits ralentissait dans son principal champ d'activité, qui était confrontée à un problème essentiel d'approvisionnement à bon prix et cherchait à diversifier ses activités dans des domaines connexes ou sans rapport avec ses occupations d'alors? Un tel contexte justifiait un coefficient de capitalisation de huit à neuf par rapport à des bénéfices normaux évalués à 7 ou 8 millions. Cela a été confirmé par l'évolution ultérieure de la situation, l'impossibilité de prévoir la rentabilité future avec une précision quelconque ainsi que le temps, les efforts, les ressources et les garanties que la CDC doit apporter à Polysar.

Si l'on se fie aux critères essentiels de rentabilité de la CDC (croissance de 15 % des bénéfices et rendement de 15 % des fonds propres), la participation dans Polysar ne donne pas satisfaction, encore que plusieurs années soient nécessaires pour juger convenablement l'entreprise.

Dans les deux années suivant son acquisition par la CDC, Polysar a vu ses bénéfices passer de 7,4 millions à 11,1 millions de dollars en 1973 et à 18,1 millions en 1974, ce qui était plus que satisfaisant par rapport aux exigences de la CDC. L'avoir des actionnaires étant passé de 125 à 150 millions de dollars au cours de cette période, les résultats de 1974 répondaient

presque aux critères de rendement des fonds propres. Si l'on calcule le rendement sur la mise de fonds de la CDC, dont la valeur comptable, par suite des bénéfiques non distribués, est passée de 88,5 millions en 1973 à 104 millions de dollars en 1974, les résultats de cette dernière année répondaient aussi à l'exigence des 15 %. L'année 1975, par contre, s'est traduite par une perte de 1,4 million à supporter par l'actionnaire ordinaire (c'est-à-dire la CDC), sur des ventes de 392 millions. On a toutefois observé, au dernier trimestre de 1975, une reprise des bénéfiques qui s'est confirmée pendant les trois premiers mois de 1976. Il semble bien que le rétablissement des bénéfiques sera suffisant cette année pour permettre d'obtenir un rendement satisfaisant, selon les critères de la CDC. Une reprise de l'ampleur indiquée par les résultats du premier trimestre ferait paraître sous un bien meilleur jour la participation de la CDC dans Polysar.

Cela dit, le principal élément qui déterminera finalement le sort de cette participation est probablement Petrosar, projet peu rassurant dont la viabilité repose sur le prix du pétrole brut canadien et son rapport avec le coût du pétrole aux Etats-Unis.

Malgré les mesures de protection prévues, le projet Petrosar reste exposé à certains risques. La sous-estimation grossière, à l'origine, du coût des investissements indique la difficulté extrême, pour ne pas dire l'impossibilité, d'avoir pleine confiance, à l'heure actuelle, dans ce projet.

Une question et un risque connexes tiennent à l'importance stratégique de Polysar comme clé de voûte d'une industrie pétrochimique embryonnaire au Canada. Cette industrie subira de plus en plus l'influence de la politique pétrolière, par exemple de l'opposition entre l'ouest (particulièrement l'Alberta) et l'est du pays, le prix intérieur et le prix mondial du pétrole, le prix canadien et le prix américain, etc. Il y a une certaine ironie à voir Petrosar et Polysar, gros consommateurs de pétrole canadien, dépendre, malgré leur appartenance au secteur privé, d'une société de portefeuille sur laquelle l'Etat pourrait, s'il le voulait, exercer son contrôle.

La pétrochimie nécessite de gros investissements et il faut tenir compte, directement ou indirectement, de l'intérêt national. Le profit peut-il encore être la motivation principale dans un secteur d'une telle importance stratégique et nationale? Le projet Petrosar, en particulier, peut-il être suffisamment lucratif? Comme nous l'avons déjà indiqué, les garanties de vente dont est assortie sa production pourraient être compromises si certaines des hypothèses sur lesquelles elles se fondent étaient modifiées, bien que, avec l'organisation actuelle de Petrosar, il faudrait pour cela qu'apparaissent des écarts sensibles, notamment entre les prix canadien et américain du pétrole.

Tout ce que la CDC peut faire, face à ces facteurs inconnus, est de prendre une part aussi active et constructive que possible dans l'entreprise. La prise d'une participation directe de 20 % dans Petrosar et la garantie de 75 millions de dollars en sont des exemples. Un représentant de la CDC, M. Peter K. Powell, a été nommé au conseil d'administration de Petrosar, ce qui renforce les communications directes entre les deux sociétés.

La décision de déconsolider Petrosar au bilan de Polysar trouve plusieurs justifications. Le passif de Polysar est maintenant mieux équilibré et la CDC participe directement à un projet dont dépendent dans une large mesure les capitaux qu'elle a investis dans Polysar. Il convient de souligner que Polysar n'aurait vraisemblablement pas pu placer avec succès son émission de 30 millions d'eurodollars si elle n'avait pas été appuyée par la CDC, notamment par la garantie de 75 millions de dollars apportée aux engagements de Polysar envers Petrosar.

Les documents publiés récemment par la société indiquent que Polysar peut bénéficier à l'avenir d'importantes déductions fiscales sur son exploitation au Canada et à l'étranger. Peut-être la récupération des pertes fiscales réalisées à l'étranger ne sera-t-elle pas si facile, bien que Polysar, grâce à sa vaste expérience à l'étranger, soit maintenant rompue à la politique fiscale internationale. De même, on ne peut se prévaloir immédiatement des fortes déductions pour amortissement du projet Petrosar et de l'usine de styrène, amortissable en deux ans selon le fisc canadien. Les reports de pertes fiscales n'ont cependant d'utilité que si l'on réalise ensuite des bénéfices dont on peut les déduire.

Fidèle à ses principes, la CDC compte quatre représentants, dont ses principaux dirigeants, MM. Anthony Hampson et Donald Morrison, parmi les 12 administrateurs de Polysar. M. Hampson fait également partie des comités de direction, des finances et de planification ainsi que de vérification formés à Polysar. La CDC a aussi contribué à faire nommer au conseil d'administration de cette société M. W. A. Dimma, qui, après avoir occupé de hautes fonctions à l'Union Carbide Canada, préside maintenant Toronto Star Ltd; M. D. C. H. Stanley, vice-président et administrateur de Wood Gundy Ltd, spécialiste du lancement d'émissions et expert du secteur pétrolier, entre autres domaines, et M. D. Carlton Jones, président de Hudson's Bay Oil and Gas Company Ltd, qui fait bénéficier Polysar du point de vue des milieux pétroliers albertains et de sa vaste expérience de l'industrie pétrolière.

Ainsi, bien que la composition du conseil d'administration semble conforme à la normale, il apparaît que la CDC participe plus activement que de coutume à la gestion de Polysar, en raison, notamment, des garanties et de la politique financière prévisionnelle qu'elle exige.

### Conclusion

Etant donné les importants changements intervenus récemment sur la scène pétrolière canadienne, la question de savoir si la pétrochimie représente la meilleure façon d'employer nos ressources naturelles et financières se pose dans des termes particuliers. Le prix intérieur du pétrole augmentant, l'écart diminue avec les prix américain et mondial. Il semble maintenant que nos réserves d'or noir soient insuffisantes, que les exportations de pétrole vers les Etats-Unis diminuent progressivement et qu'à long terme l'avenir de l'industrie pétrolière canadienne ait

peut-être à dépendre fortement du pétrole extrait à grands frais des sables de l'Alberta et des régions les plus septentrionales. Un second complexe pétrochimique étant en voie de construction en Alberta, auquel participent Dow Chemical, Dome Petroleum et Alberta Gas Trunk Line, on peut aussi se demander si les ressources canadiennes suffiront à approvisionner les deux installations.

Compte tenu de ces risques engendrés en majeure partie par les transformations brutales de la situation pétrolière mondiale ces dernières années, l'acquisition de Polysar par la CDC, en 1972, a marqué un nouveau point de départ pour cette société et pourrait amorcer une percée de l'industrie pétrochimique nationale. Jusqu'ici, les capitaux investis dans Polysar ont été d'un rapport relativement faible, et Petrosar engloutit des sommes beaucoup plus fortes que prévu. Polysar et Petrosar pourraient néanmoins jouer un rôle de choix dans le développement économique du Canada et avoir d'importantes retombées économiques et sociales. Reste à savoir si ces entreprises finiront par réussir et si leur succès éventuel permettra de satisfaire à la fois les objectifs avoués de la CDC en matière de bénéfices et l'intérêt national. Les résultats récents sont encourageants, mais les risques, à l'arrière-plan, n'ont pas disparu.

L'issue heureuse de ses participations dans Polysar-Petrosar sera d'une importance capitale pour l'image de la CDC auprès des investisseurs canadiens et, simultanément, pour la réalisation de ses propres buts en matière de propriété et d'investissements. Polysar et Petrosar représentent, si l'on peut dire, deux oeufs très importants dans le panier de la CDC. On ne pourra juger avant plusieurs années encore des possibilités et de la rentabilité véritables de Polysar-Petrosar. En attendant, ces participations sont probablement évaluées à leur juste prix dans les états financiers de la CDC, et c'est peut-être bien en 1976 que commencera à se concrétiser leur potentiel.

CDC OIL & GAS LIMITED  
(ancienne société Tenneco Oil & Minerals, Ltd)

Bien que la CDC soit propriétaire exclusive de cette filiale, depuis le 31 décembre 1975, Tenneco Inc. a gardé une participation d'exploitation de 50 % dans la plupart des gisements productifs acquis, soit à peu près 60 % des champs pétrolifères et gazifères appartenant auparavant au groupe Tenneco au Canada.

Coût et valeur comptable : 110,8 millions de dollars, payables comme suit :

102,5 millions, le 31 décembre 1975  
8,3 millions, le 30 juillet 1976

On possède peu de renseignements sur la dernière en date des acquisitions de la CDC et sa première incursion dans le secteur pétrolier. On dispose cependant de suffisamment d'éléments pour conclure que la CDC a fait un investissement judicieux lui assurant, pour un prix convenable, le contrôle absolu d'une entreprise qui lui donne une base pour l'avenir, dans le tournant actuel de l'évolution de l'industrie pétrolière canadienne.



## Observations

Il semble, pour autant qu'on puisse en juger, que la CDC a effectué, à bon prix, un investissement dans le secteur amont le plus intéressant de l'industrie pétrolière canadienne et au moment opportun.

Les complications et les problèmes de partage fiscal des dernières années font place à la constatation commune de la nécessité d'encourager la mise en valeur de nouvelles réserves si l'on veut que le Canada suffise à ses besoins énergétiques futurs, sans parler de ses engagements d'exportation de gaz naturel vers les Etats-Unis. En d'autres termes, les perspectives de l'industrie pétrolière canadienne sont presque nécessairement favorables. La CDC y a investi pour sa part une somme considérable en un moment critique. En outre, au lieu de partir à zéro, la CDC a décidé d'acquérir une entreprise relativement mûre disposant d'actifs, de réserves et de techniques éprouvés, et dont le programme d'exploration repart maintenant de plus belle.

On ne peut manquer d'être impressionné par la façon dont la CDC a mené cette transaction complexe. Tout en prenant le contrôle absolu d'une entreprise, elle a maintenu une association amicale et précieuse avec un groupe pétrolier de pointe, gardant ainsi des liens avec la direction de Tenneco, des possibilités d'accès à sa documentation et ses compétences, etc. D'autre part, la CDC a eu la chance ou la bonne idée, ou les deux, de se placer sur une orbite différente de celle de Petro-Canada, société de la couronne dont l'influence se limitera aux régions de compétence fédérale et qui sera donc un instrument de la politique gouvernementale. Il convient de noter que la CDC, elle aussi créée par l'Etat, s'est hâtée de prendre pied dans l'industrie pétrolière, malgré la formation de Petro-Canada. De toute évidence, les deux sociétés devront être conscientes des risques de conflits, par exemple, en faisant des offres concurrentes qui feraient monter les prix. Cependant, les besoins de développement de l'industrie pétrolière canadienne sont tels qu'il y aura certainement assez de place pour les deux.

Par son acquisition des intérêts de la Tenneco, la CDC a réaffirmé le rôle qu'elle s'est fixé, à savoir tirer parti des bonnes occasions d'investir dans le secteur privé. Son achat d'une société privée, la CDC Oil & Gas, par opposition à l'identification de Petro-Canada au secteur public, mérite d'être souligné.

A l'heure actuelle, on pourrait décrire la CDC Oil & Gas comme un élément de valeur, prometteur et doté d'un bon autofinancement. Bien qu'il soit encore tôt pour en juger, il semble que cette entreprise s'insère bien dans la mission proprement canadienne de la CDC. De même, elle paraît répondre aux objectifs financiers fixés par la corporation. Une société CDC Oil & Gas prospère aurait une incidence économique et sociale favorable et aucun risque d'abus important ne semble exister.

Il semble que la CDC Oil & Gas soit en mesure d'apporter une contribution appréciable tant à la CDC qu'au Canada, compte tenu du fait que, dans sa forme actuelle, elle ne sera jamais qu'un petit dans une industrie pétrolière où l'unité de mesure est le milliard de dollars. De son côté, la CDC semble avoir fait une entrée discrète mais astucieuse et opportune, à un coût convenable, dans l'industrie pétrolière canadienne à des conditions conformes à ses politiques et objectifs.

par les diverses propriétés et autres actifs. Elle considérerait l'industrie pétrolière comme un domaine d'investissement particulièrement intéressant et l'offre de Tenneco comme présentant relativement peu de risques. Le choix d'un taux d'actualisation de 15 % a donc été jugé comme très satisfaisant en l'occurrence.

Dans l'industrie pétrolière comme dans d'autres secteurs, il est généralement moins coûteux d'acheter des actions que des actifs. Pour le prix de 110,8 millions, ou 102,5 millions de dollars compte non tenu du réalisable et disponible, il semble que la CDC Oil & Gas ait acquis un actif net et des réserves évalués entre 150 millions et 200 millions de dollars, si l'on choisit un taux d'actualisation approprié à la situation actuelle du marché financier, qui pourrait être de l'ordre de 35 %. Il s'agit évidemment d'une méthode d'évaluation extrêmement grossière, mais largement utilisée par les analystes financiers qui, sur des bases empiriques, jugent intéressante une différence de 30 % ou plus par rapport à la valeur de l'actif net.

La rareté des informations sur les réserves et les filiales en propriété exclusive rend difficile l'évaluation de l'importance de la CDC Oil & Gas. Celle-ci viendrait probablement au vingtième rang dans l'industrie pétrolière canadienne. Elle est donc classée comme entreprise de taille moyenne, catégorie qui comprend Francana, Total Petroleum, Canadian Occidental, Canadian Hydrocarbons, North Canadian Oils et Siebens, pour ne mentionner que certaines sociétés comparables.

La CDC Oil & Gas est réputée jouir d'une bonne situation financière, ce que semble confirmer une analyse plus poussée. Possédant les actifs indiqués précédemment, elle dispose aussi d'un bon autofinancement. En 1975, les ressources d'autofinancement avant déduction pour épuisement, amortissement et impôts directs approchaient les 20 millions de dollars, niveau qui devrait être sensiblement dépassé en 1976 et être porté au-delà de 30 millions de dollars lorsque les travaux d'agrandissement de Paddle River se concrétiseront dans la production d'une année entière, en 1977. Cela pourrait correspondre à des bénéfices nets, après amortissement et impôts, de l'ordre de 10 millions de dollars en 1976 et nettement plus en 1977. Ces prévisions d'autofinancement et de bénéfices pourraient devoir être majorées en raison de la hausse attendue des prix intérieurs du pétrole brut et du gaz naturel. Toute révision des formules fiscales fédérales et provinciales actuelles, qui permettrait aux sociétés de conserver une proportion supérieure de leurs recettes ou encouragerait d'une autre façon l'exploration, aurait un effet bénéfique.

La CDC Oil & Gas se propose, en particulier, de reprendre et d'élargir ses activités d'exploration, réduites par la Tenneco en raison de l'évolution défavorable, de son point de vue, de la situation au Canada. Elle s'est prévaluée d'options sur le retour à Calgary de certains hommes clés actuellement à Houston. Le budget d'investissement de cette année est évalué à 11 millions, dont la moitié est réservée à Paddle River. On ne prévoit pas de difficultés ni de retards indus dans la publication des avis d'offres d'exploration.

AUTRES PARTICIPATIONS

Par comparaison avec Texasgulf, Petrosar et CDC Oil & Gas, les cinq autres participations de la CDC apportent actuellement une contribution négligeable aux bénéfices de cette dernière. Le tableau 11 indique la valeur de ces participations.

L'étude de ces investissements doit peut-être être envisagée comme une application de la théorie des probabilités, c'est-à-dire que, sur les cinq sociétés, l'une devrait réussir, justifiant ainsi la mise de fonds globale de 50 millions de dollars. Il est néanmoins utile de se pencher sur la raison de chacune des prises de participation et la manière dont elle pourrait contribuer à la réalisation des objectifs déclarés de la CDC. La société Conmlab, étudiée en premier, illustre de manière particulièrement intéressante le rôle de société de portefeuille de la CDC.

Comme dans les autres secteurs, la valeur d'une entreprise, dans l'industrie pétrolière, est fonction du temps et des recettes engendrées; c'est pourquoi la CDC s'est servie des recettes nettes actualisées pour évaluer la CDC Oil & Gas. Cependant, comme on ne divulgue habituellement pas le chiffre des réserves, les analystes financiers sont obligés de compléter leur évaluation des actifs par l'emploi de multiples des ressources d'autofinancement, qui valent au moins à titre de comparaison. Un prix représentant environ 5,5 fois les derniers chiffres d'autofinancement semblerait conforme à celui des sociétés comparables dont les titres sont transigés publiquement (par exemple, Western Decalta, cinq fois, Alberta Eastern, six fois, Voyager Petroleum et Chieftain Development, huit fois).

Il semble donc que, d'après le rabais auquel les actifs ont été achetés (plus de 30 %) et le multiple de l'autofinancement (environ 5,5), la CDC a pris, dans l'industrie pétrolière canadienne, une première participation à un prix peut-être pas d'aubaine, mais convenable, tout compte fait.

#### Direction et personnel

En raison de conflits d'intérêts au sein de l'industrie pétrolière, la composition du conseil d'administration de CDC Oil & Gas a posé des difficultés.

Par exemple, le président-directeur général de Dome Petroleum Limited, M. John P. Gallagher, membre éminent de l'industrie pétrolière canadienne, fait partie du conseil d'administration et du comité de direction de la CDC. Il ne pouvait cependant être administrateur de la CDC Oil & Gas en raison des risques de conflits d'intérêts. (M. Gallagher devra sans doute, à l'occasion, être exclu des délibérations lorsque le conseil d'administration ou le comité de direction de la CDC discuteront de la CDC Oil & Gas, mais ces cas seront plus rares qu'au niveau des administrateurs de cette dernière.)

Aussi la CDC a-t-elle préféré garder pour le moment à la CDC Oil & Gas un conseil d'administration restreint, qui est un organisme de travail. Le vice-président exécutif de la CDC, M. Donald C. Morrison, préside le conseil de la CDC Oil & Gas. Les cinq autres administrateurs sont M. H. Anthony Hampson (président-directeur général de la CDC, qui ne siège sans doute que temporairement à la CDC Oil & Gas), M. J. N. Turvey (administrateur de la CDC et président-directeur général de l'Interprovincial Steel and Pipe Corporation Ltd de Regina), M. John O'Brien, président de la CDC Oil & Gas (et ancien président de Tenneco Oil & Minerals), un autre membre de la direction de l'entreprise et son conseiller de Calgary. Le contrôle absolu de la CDC semble dans ce cas se traduire par une participation sans réserve au conseil d'administration de la CDC Oil & Gas.

Depuis son acquisition, cette dernière a été incitée à prendre davantage de responsabilités. Certains aspects des travaux fiscaux, des études financières et des relations avec les investisseurs étaient auparavant effectués au siège de la Tenneco à Houston. Grâce à une refonte et à un élargissement des fonctions, ces tâches sont maintenant exécutées au siège de la CDC Oil & Gas, à Calgary, qui emploie une centaine de personnes.

## Historique

Lors de l'achat, la société Tenneco Inc., importante entreprise américaine, exerçait ses activités depuis près de trente ans au Canada. Elle avait participé à la fondation de TransCanada Pipelines. Elle avait également fait de l'exploration pétrolière dans l'est du pays, au large du Labrador et avait participé au malheureux projet Elf. Elle a lancé, dans une large mesure, Panarctic et s'est vue affermer de gros travaux par les participants à cette importante entreprise dans les îles Arctiques. Ces dernières années, sa filiale canadienne, Tenneco Oil & Minerals, Ltd, s'est surtout consacrée à la constitution de réserves de gaz dans l'espoir de pouvoir les exporter aux Etats-Unis.

Cependant, sa participation à Panarctic et à d'autres entreprises relevant de la compétence fédérale a amené Tenneco à s'inquiéter de l'absence de réglementation foncière, des incertitudes entourant l'établissement des redevances fédérales et de la non-clarification, par le gouvernement central, des règlements régissant les droits miniers dans les territoires du Nord. Le projet de constitution de Petro-Canada, société de la couronne qui devait reprendre la participation de 45 % de l'Etat dans Panarctic et permettre à ce dernier de prendre pied dans l'industrie pétrolière, a probablement aggravé les soucis de Tenneco. De plus, le conflit entre Ottawa et l'Alberta sur le partage des recettes fiscales prélevées sur l'énergie et le premier rapport du Conseil national de l'énergie, laissant prévoir un arrêt des exportations canadiennes de gaz naturel, ont fait conclure à Tenneco que les buts du Canada n'évoluaient pas conformément à ses principaux objectifs dans ce pays.

Dans ce contexte canadien en mutation, Tenneco décida d'arrêter ses travaux d'exploration et commença à chercher un moyen de se retirer du pays, ou au moins d'y réduire ses intérêts, tout en limitant les dégâts.

De son côté, la CDC avait jugé que l'exploration et la mise en valeur du pétrole, à distinguer d'une entreprise pétrolière intégrée, devait être l'un de ses principaux champs d'activité; aussi avait-elle fait connaître son intention d'investir au minimum 100 millions de dollars dans une entreprise convenable.

C'est dans ce contexte que Tenneco et la CDC entrèrent en rapport, en 1975.

### Acquisition de la CDC Oil & Gas

A l'automne 1975, les deux parties conclurent une entente de principe. La CDC voulait surtout acquérir des terrains productifs et des zones d'exploration convenables. Cependant, sur ce dernier point, elle ne voulait pas reprendre l'accord avec Panarctic donnant à Tenneco des droits d'achat de gaz. La plupart des terrains à acquérir appartenaient à Tenneco Oil & Minerals et à une autre filiale de Tenneco Inc., Kern County Lands Co. (Une propriété minuscule était entre les mains d'une autre filiale, LaTerre Petroleum of Canada Inc.) Le mode d'achat, portant sur des actions ou des actifs, n'était pas encore décidé; tout dépendait de considérations fiscales à élucider dans les deux pays.

Il fut finalement décidé que la CDC achèterait les propriétés de la Kern County et les actions de la Tenneco Oil & Minerals, principal élément de la transaction. Cette méthode présentait l'avantage d'éviter un travail extrêmement compliqué de recherche de titres (mettant en cause des tierces parties titulaires de droits de préemption) aux sujet des propriétés de Tenneco Oil & Minerals. Cependant, pour ne pas brûler tous ses vaisseaux, Tenneco se montra résolue, dès le début, à garder une participation de 50 % dans les terrains productifs de Tenneco Oil & Minerals, dont les actions devaient être achetées par la CDC.

L'accord fut négocié et conclu dans les derniers mois de 1975 entre la corporation et Tenneco Inc. Le prix fut fixé provisoirement à 114,5 millions. Après d'autres études et négociations, il fut arrêté à 110,8 millions de dollars, soit 102,5 millions payables le 31 décembre 1975 et 8,3 millions à verser le 30 juillet 1976 pour prendre en compte l'actif réalisable et disponible (en fait, tout en espèces.)

Lors de son acquisition, Tenneco Oil & Minerals fut rebaptisée CDC Oil & Gas Limited. Les propriétés achetées directement à Kern County (les plus importantes) et les autres furent vendues par la CDC à sa nouvelle filiale en propriété exclusive, qui possède aujourd'hui :

- une participation d'exploitation de 50 % dans les gisements productifs de l'ancienne Tenneco Oil & Minerals;
- une participation de 100 % dans les anciennes propriétés des sociétés Kern County Lands et LaTerre;
- pour 1,3 million d'acres brut à explorer, principalement en Alberta et en Colombie britannique;
- une participation de 51 % dans l'ancien bail de Tenneco portant sur 50 000 acres de sables bitumineux à Fort McMurray (Alberta) et deux importants baux de terrains pétrolifères;
- une participation dans 16 usines de gaz de l'Alberta, y compris celle de Paddle River, qui est en train d'être sensiblement agrandie, et dans laquelle CDC Oil & Gas possédera, à l'achèvement, une participation de 25,9 %.

La transaction se traduit par une prise de participation dans 3,7 millions d'acres bruts de propriété productive, dont 93 puits de pétrole nets et 56 puits de gaz nets, produisant quotidiennement 4 000 barils de pétrole brut et d'équivalents liquides de gaz naturel ainsi que 37,7 millions de pieds cubes de gaz naturel. L'Alberta représente 82 % de la production de pétrole (et d'équivalents) et 90 % de la production gazifère, le reste revenant surtout à la Colombie britannique.

#### Evaluation de l'acquisition de la CDC

Dans leur étude du prix d'achat global, la CDC et ses conseillers ont surtout pris en compte le flux actualisé des recettes estimatives fournies

Tableau 11  
Autres participations de la CDC  
(en millions de \$)

Secteur et entreprise	Date d'acquisition	Participation	Mise de fonds de la CDC	Valeur comptable fin 1975	Contribution en 1975
<u>Santé</u>					
Connlab Holdings	1973*	100%	35,5	32,5	(2)
<u>Capital-risque</u>					
Venturetek International	1972	32	4,7	6,4	
Placements Innocan	1973	40	3,7	3,6	0,8
Ventures West Capital	1973	49	2,2	2,2	
<u>Pipe-lines</u>					
Projet de gazoduc de l'Arctique canadien	1972	3,9	3,8	3,8	-
			<u>49,9</u>	<u>48,5</u>	<u>\$(1,2)</u>

\* Achat des laboratoires Connaught en 1972; autres acquisitions dans le secteur et constitution de Connlab Holdings en 1973.

CONNLAB HOLDINGS LIMITED  
 (Filiale à 100 %, administrant les acquisitions  
 de la CDC dans le secteur des soins de santé)

<u>Société constituée en juin 1973</u>		Participa-	Coût (en mil-
<u>Date d'acquisition, participation et coût</u>		tion de la	lions de \$)
		CDC	
1972	Connaught Laboratories Ltd (Après rachat de 3,5 mil- lions de dollars d'actions privilégiées et redressement de \$500 000)	100%	\$21
1973	Raylo Chemicals Ltd et R and L Molecular Research Ltd	70%	0,3
	Omnimedinc Inc.	70%	5,6*
	A/S Dumex	75%	11
<u>Mise de fonds totale de la CDC</u>			<u>37,9</u>
<u>Valeur comptable (fin 1975)</u>			<u>34,9</u>
<u>Contribution de la CDC</u>			

	Ventes	Pertes
	(en millions de \$)	
1974	67,4	(0,3)
1975	83,8	(2)

\* Dont 3,2 millions de dollars payés et 2,4 millions à verser.



## CONNLAB HOLDINGS LIMITED

La participation de la CDC dans Connlab a été la plus difficile à évaluer. Il s'agit indéniablement d'un autre groupe de sociétés qui ont besoin de toute l'aide possible de la corporation. Jusqu'ici, toutefois, ni les efforts ni les compétences ne semblent avoir eu grand effet. Peut-être le secteur des soins de santé se prête-t-il mal aux principes de l'entreprise privée. Jusqu'à preuve du contraire, Connlab, alourdie par les laboratoires Connaught, doit être considérée comme un investissement contestable, qui jette une ombre sur les capacités de la CDC et sur son image auprès des investisseurs.

### Formation

Au milieu des années 1960, les quelques grandes sociétés canadiennes de médicaments et de produits pharmaceutiques avaient été achetées par des entreprises américaines; mentionnons, notamment, la prise de contrôle de Chas. E. Frosst par Merck; le secteur des soins de santé se développait rapidement. La CDC y vit un secteur canadien sous-exploité, présentant les trois principaux éléments qu'elle recherchait : des activités à l'échelle mondiale, une structure multinationale et une bonne rentabilité. Aussi choisit-elle le secteur des soins de santé comme l'un des six domaines à étudier en vue d'y investir éventuellement.

La pierre angulaire du groupe que cherchait à établir la CDC dans ce secteur fut posée en 1972 avec l'achat, pour 25 millions de dollars, des laboratoires de recherche médicale Connaught à l'Université de Toronto, qui avait décidé de s'en défaire l'année précédente. Ces laboratoires, qui représentaient la seule entreprise de cette taille existant au Canada à l'époque, semblaient posséder un remarquable acquis scientifique et de recherche. Fondés en 1913, ils constituaient un organisme sans but lucratif, non imposé, de l'Université de Toronto. Après avoir produit, au début, un vaccin antidiphtérique, ils se sont tournés vers la fabrication d'insuline, découverte à l'Université de Toronto et vendue nettement moins cher qu'aux Etats-Unis. Ces laboratoires produisent aussi des produits sanguins, le vaccin Salk contre la polio et d'autres vaccins, qu'ils commercialisent dans 100 pays environ, encore que la vente ne soit pas considérée comme l'un de leurs points forts. Les laboratoires Connaught possèdent leur propre troupeau d'animaux sains et comptent de nombreuses équipes de recherche et de production dispersées dans la région de Toronto. Ses effectifs de 800 personnes comprennent 200 scientifiques et chercheurs. L'objectif de Connaught était de fournir au public des médicaments en prélevant une marge aussi faible que possible, les bénéfices éventuels étant réinvestis dans la recherche et les investissements. Cependant, la décision de l'université de s'en défaire signifiait qu'à l'époque de son achat par la CDC, les installations de Connaught nécessitaient des améliorations.

La CDC se proposait d'améliorer et d'agrandir les installations de recherche et de production de Connaught, et de compléter les atouts techniques de cette dernière par ses ressources de commercialisation, pour en faire un groupe intégré de dimension nationale et internationale. Dans une allocution publique, M. Anthony Hampson indiqua que Connaught aurait besoin de sang nouveau au niveau de la direction, ainsi que d'une injection de compétences commerciales, financières et administratives. Il ajouta que, pour la première fois de son histoire, Connaught devrait établir des budgets. Il y avait donc un véritable défi à relever.

Au début de 1973, une somme de \$300 000 permit de prendre une participation de 70 % dans Raylo Chemicals Ltd et R and L Molecular Research Ltd, deux sociétés d'Edmonton fabriquant des produits chimiques fins et faisant de la recherche pharmaceutique, biochimique et en chimie organique. Cet achat devait permettre de renforcer le développement de nouveaux produits dans le groupe. Peu après, la CDC et la Caisse de dépôt et placement du Québec, organisme de gestion des fonds de pension du gouvernement québécois, formèrent Omnimed Inc., qui prit une majorité de contrôle dans deux des entreprises indépendantes restantes fabriquant des produits pharmaceutiques et ayant un réseau de distribution national. Le caractère canadien-français de ces entreprises expliquait la participation de la caisse de dépôt. La CDC fournit 70 % de l'investissement initial de 5 millions de dollars dans Omnimed, la caisse fournissant le solde. Les deux bailleurs de fonds s'engagèrent en outre à fournir globalement 3 millions de plus. Le but visé était de favoriser la création et le développement d'un réseau canadien d'entreprises de produits pharmaceutiques et de médicaments par l'intermédiaire d'Omnimed.

En juin 1973, fut constituée la société Connlab Holdings Limited, qui coiffait le groupe de sociétés appartenant à la CDC dans le secteur des soins de santé; on nomma à sa tête M. Donald B. McCaskill, ancien président de Warner-Lambert Canada Ltd et expert de l'exploitation et de la commercialisation, qui était entré en 1972 à la CDC. En octobre 1973, 11 millions de dollars permirent de prendre une participation de 75 % dans A/S Dumex, la plus grosse société pharmaceutique du Danemark, réalisant 40 millions de dollars de chiffre d'affaires international et associée à des entreprises partout dans le monde. Le vendeur était la East Asiatic Company, qui garda les 25 % restants. Dumex, qui fabrique et vend une gamme complète de produits pharmaceutiques, est une entreprise multinationale efficace et bien gérée, que la CDC considérait comme un bon placement en soi et un réservoir de compétences doté d'un réseau de distribution internationale.

Pour parachever la formation d'un groupe des soins de santé, la CDC fit l'acquisition, début 1976, d'une participation déclarée importante dans Bio-Research Laboratories Ltd, entreprise de Montréal réputée pour ses travaux pharmacologiques et qui a accès à un vaste ensemble de recherches de grande valeur. Bio-Research pourrait se révéler le maillon manquant dans une ensemble qui, jusqu'ici, s'est montré décevant sur le plan du rendement global.

## Observations

En 1974 et 1975, les deux années complètes écoulées depuis la formation de Connlab et l'entrée de la CDC dans le secteur des soins de santé, la croissance du chiffre d'affaires a été remarquable mais l'évolution des bénéfices, plus que médiocre. Sur les 83,8 millions de dollars de recettes réalisées en 1975, 60,2 millions, soit les trois quarts, provenaient de Dumex (dont les ventes ont augmenté de 25 %), 17,4 millions de laboratoires Connaught (chiffre d'affaires en hausse de 10 %) et 4,4 millions d'Omnimedica, de taille encore restreinte. Malgré cette forte croissance des ventes, le groupe Connlab a accusé une perte de 2 millions de dollars, après des résultats déficitaires de \$300 000 l'année précédente. Cette dernière perte est presque entièrement imputable aux laboratoires Connaught, où les coûts de production et de contrôle de la qualité ont augmenté plus vite que les ventes, où les hausses de prix ont été modestes et insuffisantes et les résultats, sensiblement inférieurs aux prévisions. Cette situation a été aggravée par le refus de l'Etat d'accorder une subvention de \$500 000, encore que cet élément n'ait pas été capital. La CDC a dû, en conséquence, investir davantage dans l'entreprise, qui a aussi été obligée d'emprunter pour pouvoir investir et reconstituer son fonds de roulement. Dans une branche où les facteurs capital et main-d'oeuvre sont importants et où le seuil de rentabilité est élevé, la hausse des taux d'intérêt a accentué le recul des bénéfices.

De toute évidence, la conversion d'un organisme universitaire traditionnel en une entreprise commerciale se révèle plus difficile que prévu à l'origine. La liberté (allant jusqu'à la séparation de l'Université de Toronto précédemment), l'ambiance et l'esprit de la recherche universitaire se prêtent mal aux budgets, au contrôle des coûts, aux objectifs de performance et autres techniques modernes de gestion permettant de réaliser des bénéfices. Lorsque, de surcroît, l'organisme en cause fabrique des produits connus et les vend traditionnellement au plus bas prix possible, il est d'autant plus difficile de le convertir en une entreprise à but lucratif. Il se peut aussi que les difficultés de Connaught soient dues à la non-rentabilité foncière de la production des vaccins, jusque-là si importants pour cette entreprise, et l'important problème général du groupe pourrait tenir à un développement insuffisant de nouveaux produits à commercialiser par les sociétés qui en font partie, notamment Omnimedica.

Ayant changé de statut juridique, les laboratoires Connaught n'ont plus droit, je pense, aux subventions du Conseil de recherches médicales du Canada. Il existe d'autres formes d'appui financier de l'Etat (comme les programmes PAIT et IRDIA), qui ont cependant souffert eux aussi de la politique d'austérité instaurée à Ottawa (d'où le non-versement de la subvention de \$500 000 attendue l'an dernier). On peut toutefois discerner, dans le monde, l'apparition d'un fossé entre les secteurs biologique et pharmaceutique des soins de santé, le premier tombant de plus en plus sous la coupe de l'Etat, d'où une diminution de la rentabilité. On en trouve un exemple au Danemark, où Dumex réalise des bénéfices dans le secteur pharmaceutique (production et vente), alors que l'institut étatique de production de sérum subissait l'an dernier des pertes importantes. On voit aussi des ventes de vaccins qui deviennent plus politiques que commerciales,

aux niveaux tant national qu'international. Des sociétés multinationales comme Merck et Hoffmann-La Roche, solidement établies dans le secteur pharmaceutique, peuvent se permettre d'effectuer des recherches coûteuses. Les autres ne peuvent en faire autant : aussi voit-on depuis quelques années les entreprises de taille et de rentabilité inférieures abandonner la recherche en biologie.

Dans un pays de la taille du Canada, cette situation amène à se demander si les laboratoires Connaught devraient rester dans le secteur non rentable des vaccins, ou alors de faire prendre davantage conscience à l'Etat, souvent son principal client, des coûts en cause. Pour compliquer les choses, Connaught est une entreprise sensible à l'évolution politique et dont les prix sont connus, comme en témoignent les critiques virulentes dont elle a fait l'objet, ainsi que la CDC, dans le *Globe and Mail* en février 1975.

De toute évidence, il y a beaucoup à faire pour rationaliser un organisme fragmenté et administré à l'ancienne. D'une part, la direction doit absolument mieux maîtriser les coûts des laboratoires Connaught, ce qu'elle est apparemment en voie de réussir. D'autre part, le groupe Connlab doit arriver à constituer une gamme de produits pharmaceutiques se vendant bien et à des prix concurrentiels à l'échelle mondiale. Dans ce but, il faut découvrir et mettre au point de nouveaux produits, ce à quoi Connaught peut contribuer, toute insuffisance étant complétée par Bio-Research, qui a accès à un vaste ensemble de recherches. Du côté commercial, la société Omnimedix est encore relativement petite et ne pourra se développer qu'avec le temps. Elle semble néanmoins capable de devenir une entreprise rentable de taille convenable. Bien que Dumex ne paraisse pas s'insérer dans l'ensemble aussi bien qu'on l'espérait, elle constitue un bon placement en soi et l'apport de ses bénéfices est indéniablement appréciable. En outre, si l'on arrive à rentabiliser les activités au Canada, Dumex pourrait, grâce à ses relations internationales, servir à la commercialisation des nouveaux produits mis au point par Bio-Research et par Connaught.

Il s'agit là de considérations à plus long terme. D'après la direction de la CDC, les bénéfices de Connaught resteront vraisemblablement faibles au premier semestre de 1976, mais le volume des ventes pourrait commencer à augmenter plus vivement grâce au lancement de plusieurs produits nouveaux et à la fabrication du vaccin contre la grippe entreprise récemment à la demande de l'Etat. Ces activités, et les promesses données par le secteur pharmaceutique du groupe Connlab, permettent d'espérer une amélioration des bénéfices à partir de cette année. Comme, cependant, 1976 risque de ne pas être une très bonne année pour Dumex, il ne faudrait pas compter sur un rétablissement appréciable dans un proche avenir pour l'ensemble du groupe Connlab. Pour ajouter à ces incertitudes, M. Donald McCaskill a démissionné de la présidence pour entrer chez Standard Brands, M. Anthony Hampson assure temporairement la présidence de Connlab, et M. S. R. McInnes a été nommé à la tête de Connaught.

La CDC a suivi sa politique habituelle à l'égard de Connlab et de Connaught. Le conseil d'administration de Connlab, fort de 14 membres, se composait, sous la présidence de M. Donald McCaskill, de deux administrateurs de la CDC, de deux représentants de sa direction (MM. Hampson et Morrison), d'un représentant de Connaught, de Dumex et d'Omnimedica respectivement et de six autres directeurs. Parmi ces derniers, mentionnons trois récentes nominations, celles de M. Roger Gaudry, ancien président du Conseil des sciences du Canada, de M. Pierre R. Gendron, président de l'Institut de recherche des pâtes et papiers du Canada et de M. William A. Cochrane, président et vice-chancelier de l'Université de Calgary. Ces personnalités, qui sont également administrateurs de Connaught, forment, avec M. John D. Hamilton, de l'Université de Toronto, le comité consultatif de Connaught et Connlab. Cette dernière société possède un comité de direction de sept membres où la CDC est bien représentée, notamment par MM. Hampson et Morrison. La corporation a également des représentants au comité de vérification. Connlab est maintenant dotée d'un plan quinquennal. Elle emploie des méthodes comptables prudentes, passant les frais de recherche au compte d'exploitation au fur et à mesure. Les pertes occasionnées par la recherche peuvent être reportées indéfiniment, ce qui donne au groupe Connlab une bonne protection fiscale; celle-ci ne sera utile, cependant, que si le groupe réalise à l'avenir des bénéfices susceptibles d'être diminués par les pertes précédentes. Il faut avant tout que Connaught devienne rentable.

### Conclusion

L'acquisition des laboratoires Connaught est l'opération de la CDC qui se rapproche le plus, jusqu'ici, du lancement d'une entreprise nouvelle, par opposition à la prise de contrôle d'entreprises ayant déjà un certain autofinancement. La remarque est encore plus appropriée aux activités pharmaceutiques de Connaught. Le secteur des soins de santé correspondait bien aux critères de la CDC en matière de présence canadienne. Le choix de la CDC et la tentation d'acquiescer le seul organisme d'importance existant se comprennent aisément. Il se peut malheureusement qu'en choisissant les laboratoires Connaught, la CDC n'ait pas eu la main heureuse et que, malgré les nombreuses mesures correctives prises en ce moment, cette entreprise ne puisse jamais satisfaire au critère de 15 % de croissance des bénéfices et de rendement des fonds propres.

La CDC ne peut faire marche arrière en ce qui concerne l'ensemble du groupe, ni se débarrasser de Connaught à l'heure actuelle. Pour le moment, une attitude d'expectative est de rigueur.

Capital-risque

<u>Entreprise</u>	Année d'acqui- sition	Pourcentage de partici- pation	Mise de fonds de la CDC	Valeur comptable fin 1975
<u>Venturetek International</u>	1972	32	\$4 700 000	\$6 400 000
Conat Industries, Ensembles de brûleur à huile et conditionneurs		77,8		
Gestalt International, Instruments de cartographie		54		
Hermes Electronics, Matériel océanographique		74		
McPhar Instrument Corporation, Instruments de géophysique		51		
PoP Shoppes International Inc. Boissons gazeuses		56		
STAKE Technology, Transformation de déchets cellulosiques en aliments pour bétail		60		
Ventek International, Matériel informatique et de traitement des textes		90		

Capital-risque (suite)

<u>Entreprise</u>	<u>Année d'acqui- sition</u>	<u>Pourcentage de partici- pation</u>	<u>Mise de fonds de la CDC</u>	<u>Valeur comptable fin 1975</u>
Ventures West Capital Investissements de capitaux de risque dans l'ouest et le nord du Canada	1973	49	\$2 200 000	\$2 200 000
Frio Oil Terrains pétrolifères et gazifères, surtout dans le nord-est de la Colombie britannique		41		
Foremost International Industries Véhicules tous terrains pour l'Arctique, les marécages et les déserts		9		
Controlled Environments Participation de contrôle Cellules de recherche expérimentales				
A. Freen Participation de contrôle Nouveaux écrans de rétroprojection				
<u>Les Placements Innocan</u>	1973	40	\$3 700 000	\$3 600 000
AES Data Matériel de traitement des textes et de téléprotection		82		

Capital-risque (suite)

<u>Entreprise</u>	<u>Année d'acqui- sition</u>	<u>Pourcentage de partici- pation</u>	<u>Mise de fonds de la CDC</u>	<u>Valeur comptable fin 1975</u>
Coroplast Matériau d'emballage en plastique ondulé		55		
Cybermedix Analyse et dépistage médical		22		
InnoPOP Beverages Exclusivité des PoP Shoppes au Québec		85		
Innotech Aviation Ventes, entretien et soutien dans le domaine de l'aviation		67		
International Systcoms Radiotéléphones et émetteurs- récepteurs portatifs		32		
Laurentian Concentrates Mousse à base de protéines et de films aqueux		56		
Sentrol Systems Matériel de détection et de régulation électronique		74		



Capital-risque (suite)

<u>Entreprise</u>	Année d'acqui- sition	Pourcentage de partici- pation	Mise de fonds de la CDC	Valeur comptable fin 1975
Vulcan Industrial Packaging Contenants, produits en fils métalliques et impression sur métal		19		
Contribution (du groupe de sociétés de capital-risque)	1975		\$8 000 000	
	1974		\$1 100 000	

## CAPITAL-RISQUE

Les investissements de la CDC dans le secteur du capital-risque sont résumés aux pages précédentes; ces tableaux montrent les participations variées, mais indirectes, de la corporation dans quelque 30 jeunes entreprises qui ont réalisé un chiffre d'affaires de 73,5 millions en 1975. Le rendement n'est pas encore élevé sur la mise de fonds de 10,6 millions de dollars de la CDC dont la valeur comptable, obtenue en ajoutant aux sommes investies la quote-part des bénéfices non distribués, est montée à 12,2 millions à la fin du dernier exercice. On ne doit pas trop en demander, pour le moment, à une série de petites entreprises différenciées qui en sont encore, pour la plupart, à leurs débuts. La participation prise dans Venturetek International semble être particulièrement prometteuse et permet d'espérer un rendement intéressant à long terme.

L'obtention de capital-risque en volume suffisant est reconnue comme vitale pour le développement économique du Canada. Au début des années 1970, on pensait communément qu'il s'agissait d'un secteur mal desservi par les établissements financiers existants et les mécanismes du marché des capitaux. On y voyait donc un champ d'action tout désigné pour la CDC. La réalité semble en fait être quelque peu différente. Un document publié en 1973 par le ministère fédéral de l'Industrie et du Commerce mentionnait environ 50 groupes canadiens de capital-risque, appuyés pour la plupart par des organismes bien établis. Il semble plutôt que l'insuffisance se soit située au niveau des entreprises méritant qu'on y investisse. Il n'était donc pas aussi nécessaire qu'on le pensait généralement pour la CDC de combler une lacune dans le secteur du capital-risque. En tout état de cause, la CDC a eu le bon sens de se rendre compte que ce secteur, classé parmi ses six grands domaines d'investissement, exigeait un plan d'action bien défini au lieu d'une démarche diffuse. Plutôt que d'investir directement, la CDC a décidé de prendre des participations importantes mais non de contrôle, dans trois des principales sociétés de capital-risque, de la même façon que les autres établissements financiers. Le choix de cette méthode indirecte s'explique probablement par les facteurs suivants.

En premier lieu, la CDC ne peut, d'après sa constitution, investir dans des sociétés dont le capital propre est inférieur au million de dollars (après prise de participation). La plupart des sociétés de capital-risque n'atteignant pas ce niveau dans leurs premières années, elles ne pouvaient faire l'objet d'un investissement direct. En second lieu, la CDC dispose de ressources limitées au niveau de la direction. Les investissements de capital-risque exigent plus que d'autres qu'on y consacre beaucoup de temps, et des investissements directs auraient risqué d'obliger la CDC à disperser tellement ses ressources qu'elle aurait perdu le contrôle ferme indispensable au succès de ses autres entreprises. En troisième lieu, même si l'on tient compte des impératifs de taille minimale, la CDC ne pouvait investir que des sommes limitées dans des entreprises spéculatives à un stade où elle devait d'abord s'affermir et accroître autofinancement et bénéfices.

Pour toutes ces raisons, la CDC a jugé préférable d'adopter une démarche indirecte en investissant dans des entreprises spécialisées en capital-risque. C'est ainsi qu'en 1972-1973, elle a pris des participations importantes dans trois entreprises implantées à différents endroits, soit

Venturetek International de Toronto (32 %), Ventures West Capital de Vancouver (49 %) et les placements Innocan de Montréal (40 %). Comme nous l'avons indiqué, d'autres institutions détiennent aussi des participations dans ces sociétés de portefeuille.

Remarquons que ces trois sociétés sont des associées plutôt que des filiales de la CDC. Bien que celle-ci soit le principal actionnaire de chacune d'elles, elle préfère rester en coulisse plutôt que d'intervenir activement dans les investissements. Elle est cependant représentée aux conseils d'administration et dans les comités de vérification des trois sociétés. Chacune d'elles a pour objet de fournir des capitaux à des entreprises jeunes ou embryonnaires considérées comme ayant de fortes possibilités de croissance à long terme; les trois sont administrées par leur propre équipe de direction, qui possède des actions de la société. Les participations prises peuvent aller de 90 % (dans le cas de Ventek International) à 9 % (Foremost International Industries), encore que des participations de contrôle semblent retenir le choix de la CDC dans la plupart des cas. Cela répond à la nécessité, pour la CDC, de détenir une participation suffisamment importante, dans des entreprises nouvelles présentant des risques élevés, pour pouvoir exercer le contrôle voulu et s'assurer une rétribution intéressante si l'entreprise réussit.

C'est ainsi que la CDC s'est associée au plus grand réservoir de capital-risque au Canada. A mon avis, elle ne pouvait pas ne pas choisir ce secteur comme domaine privilégié d'investissement (malgré l'absence de toute pression de l'Etat en ce sens). De plus, en soutenant un chef de file incontesté et en aidant de nouvelles entreprises à s'établir, la CDC a adopté une démarche logique, en suivant des principes financiers et administratifs prudents. Vu la démarche adoptée, on doit considérer comme bonne la probabilité d'un rendement global intéressant, la réussite des uns devant compenser, et au-delà, l'échec des autres.

Une prise de participation dans une société de portefeuille de l'est du pays compléterait la répartition géographique des investissements de la CDC dans le secteur. Lorsque la CDC aura affermi sa position et que les fonds investis par elle dans des entreprises spéculatives seront d'un meilleur rapport, elle jugera peut-être préférable d'y consacrer davantage d'argent et de commencer à faire des investissements directs.

#### PIPE-LINES

##### Participation de la CDC

Acquise en :	novembre 1972
Pourcentage :	3,9 dans le groupe Arctic Gas
Coût :	3,8 millions de dollars
Valeur comptable :	3,8 millions de dollars

Une grave pénurie de gaz naturel semble se profiler à long terme pour le Canada et, dans le contexte si changeant de la situation énergétique, au moins un grand gazoduc reliant le Nord aux marchés du Sud semble absolument nécessaire. Le groupe Arctic Gas semblant être un candidat sérieux, une participation à son capital pourrait être un placement de choix au cours des années 1980, ainsi qu'une contribution à l'intérêt national. Cependant, les audiences devant les organismes réglementaires sont loin d'être achevées et il faut tenir compte des offres de groupes concurrents. Parmi ces derniers, mentionnons le projet Polar Gas qui acheminerait le gaz naturel du Haut-Arctique vers les marchés du Sud et dans lequel Petro-Canada, compagnie pétrolière appartenant au gouvernement fédéral, et Panarctic, qui est en fait sous son contrôle, occupent une position dominante. Aussi l'investissement dans le projet Arctic Gas doit-il être considéré à l'heure actuelle comme un placement spéculatif, ce qui permet de comprendre la décision de la CDC de ne plus y participer activement jusqu'à ce que la situation se précise.

#### GRUPE ARCTIC GAS

Les pipe-lines et autres moyens de transport dans le Grand Nord ont été choisis par la CDC comme un secteur à étudier en vue d'y investir. Dès le début, la corporation n'a pas voulu se prévaloir de son option d'achat sur la Société de transports du Nord Limitée, cette société de la couronne dépendant par trop de facteurs non économiques et ne pouvant donc être suffisamment lucrative. (La suite des événements devait lui donner raison.) La CDC a plutôt choisi, à la fin de 1972, de se joindre au groupe d'étude du projet du gazoduc de l'Arctique et du Nord-Ouest, auquel participent 17 grandes sociétés, pour la plupart des entreprises pétrolières intégrées ou de gros utilisateurs de pétrole et de gaz. Le groupe étudiait la possibilité de construire un gazoduc qui transporterait au Canada et aux Etats-Unis le gaz naturel du delta du Mackenzie et du nord de l'Alaska.

#### Le gazoduc de l'Arctique canadien

Le projet Arctic Gas est une entreprise colossale dont le coût global est passé actuellement de 4 à 6 milliards de dollars, selon les premières estimations, à 8 milliards de dollars. Sa réalisation nécessitera l'approbation de l'Office national de l'énergie du Canada et de la U. S. Federal Power Commission, entre autres organismes réglementaires. En fait, la polémique suscitée par le projet, son ampleur et son importance sont telles que sa mise en oeuvre éventuelle exigera sans doute l'approbation et du gouvernement fédéral canadien et du Congrès américain.

Il est facile de comprendre pourquoi la CDC, si intéressée par les grands projets d'exploitation des ressources naturelles, désirait tellement entrer dans le groupe et faire connaître sa disposition à fournir éventuellement des fonds propres, dans une entreprise correspondant bien à sa mission. Il est à espérer que les réserves connues et des contrats d'approvisionnement à long terme permettront l'emprunt de 80 % des capitaux permanents d'Arctic Gas. Ces derniers étant évalués à 8 milliards de dollars, on obtiendrait un capital-actions de 1,6 milliard de dollars, soit 160 millions pour une participation de 10 %. En avril 1975, la CDC s'est déclarée disposée à souscrire pour 100 millions de dollars d'actions, sous certaines conditions relatives au plan d'exécution, au rendement financier et au contrôle du projet par le secteur privé canadien.

Cependant, à la fin de 1975, alors qu'Arctic Gas avait consacré plus de 100 millions de dollars au projet, la quote-part de la CDC s'élevait à 3,8 millions, celle-ci annonça qu'elle cessait d'assumer sa part des dépenses de développement, ce qui en faisait un associé sans voix délibérative au lieu d'un membre à part entière du consortium. Elle a pris soin de souligner que, malgré ce changement de statut, elle était toujours disposée à participer financièrement au projet.

En toute équité, il convient de remarquer que la CDC est le seul associé du groupe dans cette situation, les autres membres étant soit des fournisseurs, soit des acheteurs éventuels de gaz de l'Arctique.

## CHAPITRE VI

### EMISSION PUBLIQUE D'ACTIONS ET RELATIONS AVEC LES INVESTISSEURS

La CDC a pour but de contribuer au développement et au maintien d'entreprises fortes sous contrôle canadien dans le secteur privé et, ce faisant, d'accroître les possibilités d'investissement des Canadiens dans le développement économique du pays.

Pour avoir un certain impact et jouer son rôle de promotion des investissements, par exemple dans Polysar ou dans Arctic Gas, la CDC doit disposer d'importantes ressources financières propres. Elle doit, en vertu de son mandat, avoir une certaine taille. Le gouvernement fédéral désire limiter son apport à la souscription statutaire initiale de 250 millions de dollars, augmentée des 72 millions de dollars d'actions émises en échange de Polysar. En outre, la loi portant création de la CDC indique que 90 % de ses actions donnant droit de vote (actions ordinaires) devraient être vendus à des investisseurs canadiens; elle prévoit même que les administrateurs de la CDC peuvent, à cette fin, racheter les titres détenus par l'Etat à leur valeur comptable. Cependant, ce rachat n'apporterait pas de nouveaux capitaux à la CDC pour ses investissements et, sauf conditions particulières, irait dans une large mesure à l'encontre du but visé.

De toute évidence, la meilleure façon d'atteindre ses objectifs globaux est, pour la CDC, de réussir à vendre ses actions au public canadien. La meilleure offre de titres qui en résulterait accroîtrait aussi la marge de manoeuvre de la CDC, dont les actions pourraient servir aussi bien que des espèces à faire des acquisitions.

La demande d'un titre donné par les investisseurs est fonction de leur image de la société, de ses résultats passés, de sa direction et de ses perspectives. La CDC est à tous égards un établissement complexe. Sa taille, la diversité de ses participations et son processus de croissance par voie d'acquisitions rendent difficile, dans la meilleure des hypothèses, la création d'un marché informé pour ses actions. Si l'on tient compte, en outre, de l'incidence particulière, sur les résultats futurs de la CDC, de l'évolution à long terme d'entreprises comme Polysar-Petrosar et du caractère essentiellement cyclique et instable de ses participations dans le secteur des ressources naturelles, la tâche devient deux fois plus difficile.

Même si la croissance de ses bénéfices et dividendes est essentielle, il en faudra cependant plus à la CDC pour attirer les importants capitaux dont elle a besoin.

En ces premières années de son existence et du fait que nombre de ses principales participations ne rapporteront des bénéfices et des dividendes que dans un certain temps, on peut à juste titre considérer les actions de la CDC comme spéculatives. Il est donc d'autant plus difficile de faire valoir, auprès d'un acheteur en puissance, son rôle exceptionnel de développement à long terme et ses possibilités bénéficiaires supérieures à la moyenne dans plusieurs années. Cela dit, les relations de la CDC avec les actionnaires et les investisseurs au sens large prennent une importance vitale en ces premières années d'activité. La possibilité donnée aux détenteurs actuels d'actions dans le public de racheter leurs titres au bout de cinq ans rend urgente la double nécessité de bons résultats et de communications efficaces.

La capacité pour la CDC de placer ses actions et de cultiver ses relations avec les investisseurs est interdépendante et aussi importante, pour son avenir, que l'issue heureuse des participations prises dans Texasgulf, dans Polysar, dans CDC Oil & Gas et dans Conmlab, entre autres entreprises. Nous nous proposons d'étudier ci-après la capacité de la corporation d'intéresser les investisseurs.

#### Préparation de l'émission publique d'actions

La stratégie initiale prévue pour le CDC consistait à acquérir un portefeuille substantiel de participations à l'aide des capitaux du gouvernement fédéral. On prévoyait ensuite, dans les cinq à dix ans, une émission publique d'actions étayée par des résultats favorables en matière de bénéfices, de dividendes et de direction. Le risque devait être le principal élément en fonction du temps : plus tôt on procéderait à cette émission publique, plus les risques inhérents aux actions offertes seraient grands. On passa de la première idée d'un super-fonds mutuel, doté d'actions à \$5, à l'opinion qu'il valait mieux réduire les risques en attendant que la société puisse présenter des résultats convaincants.

Cependant, lors de la création de la CDC, ses administrateurs et dirigeants se proposaient de faire appel au public dès que possible dans des conditions raisonnables. En outre, il fut décidé de rechercher le réseau de distribution le plus étendu possible de manière à atteindre les personnes qui ne souscrivent habituellement pas aux actions ordinaires. L'idée recé-  
lait peut-être une certaine contradiction interne du fait qu'un appel précoce au public comportait de toute évidence des risques supérieurs et qu'un placement spéculatif de ce genre n'était sans doute pas de nature à attirer les nouveaux acheteurs de titres que la CDC cherchait à séduire. La participation des banques à charte semblait nécessaire pour faciliter la distribution, de même que des plans de paiement échelonnés. Il convenait de ne pas passer sous silence les risques, mais présenter en contrepartie la possibilité pour les Canadiens d'investir, à ses débuts, dans une entreprise susceptible d'offrir une forte rémunération. On jugeait qu'au lieu d'attendre assez longtemps pour pouvoir présenter des résultats probants, il fallait mettre l'accent sur le potentiel bénéficiaire de la société.

La direction fut favorable dès 1972 à l'idée d'une émission publique d'actions. Les premiers sondages faits sur les marchés privés de capitaux furent encourageants. On savait que la CDC avait obtenu, pour financer l'achat de Texasgulf, une ouverture de crédit de 160 millions de dollars auprès de la banque Toronto Dominion qui, fait sans précédent, avait accordé ce prêt sur le seul nom de la CDC (selon le témoignage de M. Allen Lambert devant la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés). A la fin de 1973, une offre de billets à court terme représentant 50 millions de dollars reçut bon accueil sur le marché monétaire canadien. On assista au printemps de 1974 au placement de 100 millions de dollars d'actions privilégiées de catégorie A, sans droit de vote, 5,75 % à un groupe de 20 établissements financiers et entreprises canadiens, 60 % de l'émission étant souscrit par les cinq grandes banques à charte.

L'offre d'achat de Texasgulf en octobre 1973, par la CDC, fit à cette dernière une bonne publicité; son succès ultérieur devait lui fournir autofinancement et bénéfices. Cet élément renforça la détermination des dirigeants de faire appel au public dès que possible.

Malheureusement, la conjoncture se détériorait alors sur les marchés canadiens des capitaux. La Guerre des Six jours et la crise de l'énergie aggravèrent le recul sur le marché américain. L'évolution fut la même au Canada, où le marché avait atteint un record absolu à l'automne 1973. L'année 1974 ne fut guère favorable aux marchés des valeurs du pays, en raison de la récession, du renchérissement de l'énergie et des matières premières et de la hausse des taux d'intérêt, combinés à une inflation mondiale croissante. Le Canada ayant été moins touché que d'autres par la récession, on y constata une reprise boursière en avril-mai, époque à laquelle la CDC et ses agents de souscription se remirent à envisager sérieusement une émission publique de titres. Cependant, l'idée dut être abandonnée en raison du budget malheureux de mai 1974, de l'élection générale qui s'ensuivit deux mois plus tard et du climat maussade des milieux boursiers canadiens qui en résulta.

Cela n'empêcha pas la CDC de faire effectuer à l'été de 1974, alors que le pessimisme régnait, un sondage d'opinion révélant que 12 % à 20 % des foyers canadiens se déclaraient alors des souscripteurs en puissance. Encouragée par cette constatation et les résultats sans précédent obtenus par Texasgulf et par Polysar, qui influaient sur son propre compte d'exploitation, la CDC poursuivit ses préparatifs d'émission. Elle n'hésita pas à la présenter comme la plus importante émission d'actions jamais effectuée au Canada. Des estimations officieuses en situaient le montant à plus de 200 millions de dollars et le nombre de souscripteurs, à une centaine de mille peut-être.

### Choix du genre d'actions à émettre

Dans la conjoncture boursière du milieu des années 1970, il fallait plus que des perspectives de croissance pour attirer les placements. L'engouement observé à la fin de la décennie précédente pour les valeurs de croissance s'était dissipé. L'ampleur des besoins de la CDC, l'éventualité d'un capital composé ultimement de plus de 300 millions d'actions



ordinaires, si l'on voulait ramener à 10 % la participation de l'Etat par des émissions publiques d'actions, et la limitation nécessaire des bénéfices et des dividendes les premières années (aucune des entreprises de la CDC n'était alors proche de son plein rendement) faisaient qu'il aurait été difficile de toute façon pour la CDC de placer dans de bonnes conditions des actions ordinaires. Le choix de ces dernières était exclu dans le contexte boursier de 1974-1975.

Il fallait donc mettre au point un titre qui offrirait un rendement comparable à celui qu'offrait alors généralement un marché déprimé des obligations et des actions. On devait proposer un titre combinant un revenu immédiat convenable à des perspectives de croissance, qui influait sur le coût du capital supporté par la CDC sur le plan du rendement et des besoins différents des investisseurs institutionnels et individuels.

La CDC, du fait qu'elle prend des participations, reçoit relativement peu d'intérêts ou d'autres formes de revenu financier sur lesquels imputer ses frais d'emprunt. Aussi, mises à part les obligations à intérêt conditionnel de peu d'attrait, l'emprunt ne constitue-t-il pas un bon moyen de financement pour la CDC, qui préfère laisser y recourir ses sociétés affiliées. Les dividendes versés par une société canadienne à une autre n'étant pas imposés entre les mains du bénéficiaire, des actions privilégiées rapportant 5,75 %, comme celles de 1973, procuraient aux sociétés assujetties à l'impôt, telles les banques, le même rendement après impôt qu'une obligation à 11,5 % (dans l'hypothèse d'un taux d'imposition de 50 %). Ce genre de titre, s'il représentait pour la CDC une façon relativement peu coûteuse d'obtenir des fonds propres, ne pouvait intéresser que le marché relativement restreint des institutions et ne pouvait certainement pas séduire le petit investisseur de 1975. Or, c'était ce dernier que la CDC devait attirer avant tout.

D'autre part, la CDC ne pouvait se permettre de verser des dividendes trop élevés, notamment quand des entreprises où elle avait beaucoup investi, comme Texasgulf et Polysar, voyaient leurs bénéfices diminuer fortement, ce qui affectait leurs paiements de dividendes à la CDC. Il fallait donc agrémente le titre de caractéristiques susceptibles d'en accroître le rendement et l'intérêt.

La solution des actions privilégiées convertibles était compliquée par la difficulté de déterminer la valeur foncière de l'action ordinaire (en laquelle on pourrait convertir les titres privilégiés) et le fait que le gouvernement fédéral avait payé en moyenne \$10.48 l'action de la CDC. En théorie, la valeur de l'action ordinaire ne pouvait être inférieure à cette somme. Dernière considération, et non la moindre, un grand nombre de ceux qui achèteraient pour la première fois des titres souscriraient aux actions de la CDC pour des raisons patriotiques; il importait qu'ils ne fussent pas déçus par une baisse de leurs titres sur le marché qui se créerait ensuite. En d'autres termes, l'action devait, plus que tout autre, ne pas descendre au-dessous de sa valeur initiale.

Tels étaient les problèmes auxquels faisaient face la CDC et ses conseillers en 1974-1975. Aussi eurent-ils des consultations fréquentes et poussées avec les maisons de courtage et les investisseurs en général.

Désirant disposer du plus large réseau de distribution possible, la CDC voulait que les banques à charte soient autorisées à vendre ses titres, ce qui suscita une vive controverse avec l'Association des courtiers en valeurs mobilières et les autorités boursières, avant que cette demande ne fut retirée. (Ces dernières décidèrent que les employés de banque devaient réussir à des examens portant sur les valeurs mobilières et acquérir des compétences suffisantes avant de pouvoir vendre des actions de la CDC au public.)

Dans les milieux boursiers, une émission réussie est généralement placée rapidement, avec le minimum d'information préalable et de délai. Dans le cas de la CDC, le contraire se produisit. Le résultat, auquel la corporation contribua par de fréquentes déclarations publiques, en fut que sa première émission publique était quelque peu ternie et discutée avant même que soit déposé auprès des autorités boursières le prospectus correspondant.

### L'émission

A la fin de juillet 1975, l'émission tant attendue fut enfin approuvée par les administrateurs de la CDC et un premier prospectus, déposé auprès des autorités boursières de tout le pays. On était convaincu que cette émission battrait le record canadien de 125 millions de dollars, et le bruit courait que la CDC espérait se procurer 250 millions de dollars auprès de plus de 100 000 nouveaux actionnaires. D'après les conditions proposées, une émission de 250 millions de dollars aurait porté à 45 %, avec une possibilité de 49 % lors de l'émission des actions gratuites jointes, la part du public canadien dans le capital-actions donnant droit de vote de la corporation.

Les investisseurs se virent offrir, à un prix unitaire de \$100, un ensemble complexe assorti des caractéristiques suivantes :

- . une action privilégiée de catégorie B, valeur nominale \$100, à 7 % cumulatif, passant après les actions privilégiées de catégorie A;
- . possibilité de convertir chaque titre, n'importe quand, en 10 actions ordinaires (d'où un prix de \$10 pour chacune de ces dernières);
- . attribution de 10 droits de vote par action privilégiée (contre 1 droit de vote par action ordinaire);
- . droit, par action privilégiée, à deux actions ordinaires gratuites à émettre le 1<sup>er</sup> octobre 1980 et 1985 respectivement (les administrateurs de la CDC devant fixer les dates d'enregistrement du paiement correspondant) ou sur conversion préalable. La première action gratuite devait obligatoirement être émise, mais le droit à la seconde était supprimé si l'action privilégiée était rachetée après octobre 1980;

- . action rachetable au choix de la corporation, à partir du 2 octobre 1980 au prix de \$105, avec déduction de \$1 par an, jusqu'à \$100, prix valable à partir du 2 octobre 1985;
- . rachetable à la valeur nominale, au choix des détenteurs, entre octobre 1985 et octobre 1986;
- . établissement d'un fonds de rachat des actions en circulation, à raison d'un quart pour cent par mois, à compter de novembre 1986.

L'émission devait officiellement avoir lieu fin août et début septembre. Aucun plafond n'était fixé, mais il était clair que les titres ne seraient pas offerts indéfiniment. Pour être distribués le plus largement possible, ils devaient être placés par l'intermédiaire de tous les courtiers en valeurs mobilières et membres des bourses canadiennes, les succursales bancaires devant également accepter les ordres d'achat, bien qu'elles ne pussent recevoir une commission ni faire partie du groupe bancaire de 55 membres formé pour souscrire et lancer l'émission. Pour faciliter les achats des petits investisseurs, on avait prévu un plan de souscription par mensualités valable jusqu'à \$2 000, 20 %, plus des agios peu élevés, étant payable à la souscription et le solde sur huit mois.

Il était bien précisé, sur la première page du prospectus, qu'il s'agissait de titres spéculatifs non garantis par le gouvernement canadien. Cependant, dans les limites permises par la législation des titres, on lança une campagne fort étudiée visant à faire connaître la CDC et l'émission aux investisseurs. La plupart des grands journaux et revues publièrent des annonces comprenant un bon de commande des premiers prospectus. On mit au point des brochures donnant des renseignements sur la CDC et sur l'émission. Une tournée nationale, à laquelle participa la direction de la CDC, fut organisée par Wood Gundy Ltd, chef de file du groupe de souscription, pour présenter l'émission aux courtiers en valeurs mobilières. Les membres du groupe, comme le président de la corporation, M. Anthony Hampson, s'attendaient à un franc succès et à une large distribution. On devait mettre l'accent sur les souscriptions individuelles, qui étaient censées passer en premier. Des courtiers en valeurs mobilières prirent des dispositions pour rester ouverts jusqu'à 20 h 30 afin de répondre aux questions sur la CDC et prendre les commandes.

L'offre présentait plusieurs caractéristiques inusitées. On ne précisait ni le montant à réunir, ni le nombre d'actions à émettre, qui ne seraient pas déterminés avant la signature du dernier prospectus ou, comme on l'apprit par la suite, avant l'achèvement de l'émission en octobre. On mentionna cependant dès le début le taux visé de dividende, soit 7 %, et le prix unitaire de \$100. On donna un mois aux investisseurs pour étudier l'offre et manifester leur intérêt avant de mettre les titres officiellement en vente. C'était la première fois au Canada qu'on permettait de souscrire à de nouveaux titres en les payant par mensualités.

L'émission se révéla finalement être la plus importante jamais effectuée uniquement au Canada, mais elle n'alla pas sans polémique ni rectification en cours de route. Il apparut rapidement que l'afflux de souscriptions

attendu ne se concrétisait pas. Les investisseurs institutionnels, clé du succès de toute émission, ne se montraient guère intéressés. La hausse des taux d'intérêt et la dégradation du marché boursier n'arrangeaient pas les choses. On critiqua le fait que les prospectus n'indiquaient ni la destination des fonds, ni le plafond à atteindre. Les doutes suscités par l'indépendance réelle de la CDC vis-à-vis du gouvernement refirent surface, tout comme la crainte provoquée par le nombre énorme d'actions qui serait finalement en circulation si l'on voulait réduire à 10 % la participation de l'Etat par des augmentations publiques de capital. Le critique le plus virulent fut l'ancien ministre libéral Eric Kierans, professeur à l'Université McGill, pour qui les informations pertinentes et les renseignements financiers étaient présentés de façon compliquée, donc peu claire, dans les prospectus.

A la fin d'août 1975, sur le conseil des agents de souscription, les administrateurs de la CDC portèrent de 7 % à 8 % le taux de dividende offert sur les actions privilégiées convertibles et proposèrent une nouvelle possibilité de rachat facultatif anticipé; les actions pouvaient aussi désormais être rachetées, au choix des détenteurs, entre le 2 octobre et le 31 décembre 1980 (de même qu'entre le 2 octobre 1985 et le 1<sup>er</sup> octobre 1986.) Même dans ces conditions, les membres du groupe de lancement doutaient apparemment qu'on pût atteindre les 100 millions de dollars. Ces doutes furent rapidement dissipés par l'appui des investisseurs institutionnels qui, grâce à la banque de Nouvelle-Ecosse et de Toronto Dominion, passèrent pour 25 millions de dollars de commandes. Deux banques de moindre envergure souscrire également pour un montant moins important, mais le fait que les autres grandes banques restèrent à l'écart montre bien que l'unanimité ne règne pas toujours dans les milieux bancaires. On assortit l'émission d'un plafond de 125 millions de dollars, mais les difficultés de comptage des souscriptions par mensualités et l'ampleur des commandes reçues dans les nouvelles conditions proposées provoquèrent un dépassement de ce maximum. Pour ce faire, les agents de souscription invoquèrent une disposition d'usage peu courant qui permet, en cas de circonstances atténuantes et à la discrétion des bailleurs de fonds, mais dans les limites convenues par l'émetteur et les autorités boursières, 25 % de l'émission en l'occurrence, de majorer le plafond d'un montant déterminé. Les autorités boursières et la CDC acceptèrent une augmentation de 31,25 millions de dollars, qui porta le total à 156,25 millions. Le chiffre définitif fut ensuite ramené à 145 millions, dont 142,5 millions avaient été versés à la fin de 1975, et 144,8 millions au dénouement des souscriptions faites par mensualités à la fin de juin 1976.

Compte tenu des actions détenues pour compte de tiers par les sociétés de fiducie et de courtiers, on estime à 20 000 environ les nouveaux actionnaires attirés par l'émission de la CDC. A la suite de celle-ci, 32 % des actions émises donnant droit de vote de la corporation se trouvaient entre les mains du public canadien. L'émission intégrale des actions gratuites afférentes porterait cette proportion à 36 %, ce qui ferait baisser à 64 % la part du gouvernement fédéral.

### Relations avec les investisseurs

Les relations avec les investisseurs désignent les communications qui contribuent à la bonne image d'une entreprise en fournissant des informations

sûres et exploitables par l'intermédiaire de rapports annuels, de communications spéciales sur les activités de la société, d'informations dans la presse écrite et électronique, etc. L'entreprise cherche ainsi à créer pour ses titres un marché bien informé.

Nous venons de définir l'objectif premier du programme de la CDC en matière de relations avec les investisseurs. Une enquête menée auprès des actionnaires pour le compte de la CDC permit à M. Robert F. Kelly, de l'Université de la Colombie britannique, de conclure qu'un nombre important d'actionnaires se faisaient une idée totalement fautive de la nature et des objectifs de la société. Que les statistiques confirment ou non cette conclusion, la société, par son programme de relations avec les investisseurs, doit faire tout son possible pour corriger les idées fausses ayant cours à son sujet de manière à établir un marché bien informé où se négocieront ses titres.

Jouant un rôle prépondérant dans les groupements de sociétés au Canada, la CDC se doit de maintenir une qualité maximale dans ses communications avec ses différents publics. Sa réussite sur ce plan semble être conditionnée par la solution de plusieurs problèmes.

Les petits investisseurs ont été, et continueront d'être, une importante source de capitaux pour la CDC si elle veut atteindre ses objectifs de financement. Les particuliers souscriront aux actions de la CDC tant qu'elles leur apparaîtront comme un instrument d'épargne raisonnable et rentable.

Les besoins des particuliers en matière d'information diffèrent de ceux des institutions ou des sociétés qui disposent normalement d'un accès direct à des sources de renseignements bien informées sur les sociétés faisant appel à l'épargne publique. La décision d'achat d'un titre par les particuliers découle avant tout d'une bonne compréhension de la nature du placement. Le manque de connaissance de la CDC dans le public canadien a contribué, de toute évidence, à la faiblesse relative des souscriptions individuelles à l'émission d'actions privilégiées de l'automne dernier. Par exemple, 40,7 % des personnes interrogées lors du sondage pensaient que la CDC avait pour but de racheter le Canada aux investisseurs étrangers. Un manque de portée et le fait que les courtiers en valeurs aient arrêté les souscriptions, une fois leur quote-part exécutée, peuvent également avoir joué un rôle. Il est urgent, pour la CDC, de mettre au point une information compréhensible par le petit investisseur.

Le programme des relations avec les investisseurs de la CDC doit à la fois établir l'image de la société et corriger les idées fausses apparemment partagées par un grand nombre de Canadiens à son sujet. Cela fait moins d'un an qu'elle a fait appel à l'épargne publique, et sa création ne remonte qu'à cinq ans. Elle ne fait donc que commencer à établir son crédit auprès des investisseurs. Cependant, à la différence des autres entreprises nouvelles, elle avait déjà, lorsqu'elle lança sa première émission, une certaine image, fruit de son évolution (largement débattue au cours des années 1960), d'un instrument du nationalisme économique canadien à un outil d'authentique développement économique. Les impressions qu'a eues le public pendant cette période de formation, souvent polémique, a

indéniablement contribué à la naissance de certaines des idées fausses qu'entretiennent les actionnaires au sujet de la CDC et que partage certainement la presse écrite, notamment le *Toronto Star* qui, dans ses manchettes des 21 et 22 mai 1976, qualifiait la CDC d' " organisme gouvernemental " et d' " agence d'Ottawa ".

La CDC opère au grand jour et continuera sans doute de le faire. Elle est donc exposée aux critiques. C'est pourquoi il est si important pour elle d'établir auprès des investisseurs une image qui reflète fidèlement sa nature véritable.

L'enquête de M. Kelly a révélé que la majorité des particuliers qui avaient souscrit à l'émission de l'automne dernier jouissaient d'une certaine aisance, 60 % d'entre eux ayant un revenu annuel supérieur à \$15 000. Ils n'étaient sans doute pas représentatifs du Canadien moyen. Compte tenu du refus de nombreux citoyens d'investir dans la CDC et du fait que les idées fausses ayant cours au sujet de celle-ci ont pu dissuader des souscripteurs en puissance, il se peut que le lancement des titres par des intermédiaires en valeurs mobilières ait laissé quelque peu à désirer. Peut-être est-il plus facile de comprendre l'échec de la CDC dans la recherche de la répartition la plus large possible de ses actions lorsqu'on observe le rétrécissement du réseau de ventes des titres ces dernières années : depuis 1973, le nombre de représentants est tombé de 6 000 à 4 000.

Les leçons de l'émission de 1975 pour les augmentations futures de capital de la CDC sont très claires. Quel que soit le réseau de distribution choisi, la CDC doit projeter dans le public une image telle qu'un grand nombre de Canadiens comprennent mieux ses buts. La formation d'un public bien informé n'est peut-être pas une condition suffisante, mais en tout cas nécessaire à la réussite d'augmentations de capital.

Il est évident qu'un grand nombre de Canadiens, dont maints actionnaires, se font une fausse idée de la CDC. Il semble que, sans ce manque d'information, un plus grand nombre de Canadiens auraient souscrit aux actions privilégiées convertibles de la société. Cette dernière devra donc corriger cette lacune si elle veut obtenir les capitaux nécessaires à la réalisation de ses buts.

La CDC doit de toute évidence surmonter un problème sérieux et urgent de communication. La direction a pris un bon départ en définissant et en attaquant le problème. La qualité du rapport annuel a été améliorée, on a fait un sondage d'opinion auprès des actionnaires, on prépare un programme audiovisuel présentant la société et un plan de réinvestissement des dividendes a été annoncé pour cette année. Toutes ces mesures vont dans la bonne direction.

### Evaluation

L'un des objectifs déclarés de la CDC consiste à " élargir les possibilités d'investissement offertes aux Canadiens ". Ce but devient en fait d'une importance capitale pour la corporation si elle veut maintenir son pourcentage de participation dans ses principales filiales et entreprises

associées et participer au financement à grande échelle exigé par ces dernières. Le gouvernement fédéral ne désirant pas y investir davantage, la CDC doit arriver le plus tôt possible à se défendre par ses propres moyens sur les marchés de capitaux. L'émission publique de l'an dernier est certainement une bonne expérience à cet égard. Comme, d'autre part, elle n'a pas donné satisfaction sur tous les points, elle permet de tirer des enseignements utiles pour l'avenir.

Les avantages inhérents à l'instrument complexe qui a finalement été mis au point méritent d'être étudiés. Les actions devaient avoir une certaine valeur pour le public, c'est-à-dire garantir une expérience satisfaisante dans cette première émission d'une importance vitale. En supposant pour l'avenir une stabilité raisonnable des marchés de capitaux, on voit que les investisseurs ont fait de toute façon un bon placement. Si la CDC prospère, les possibilités de conversion et d'actions gratuites trouvent tout leur intérêt. Si elle échoue, les actionnaires peuvent " reprendre leurs billes " en se faisant rembourser par la société à la valeur nominale des titres, après cinq ou dix ans. Entre-temps, les actions sont assorties d'un rendement intéressant, que renforce le crédit fiscal pour dividendes offert aux investisseurs assujettis à l'impôt. Le revers de la médaille est constitué par la faiblesse du taux de couverture des dividendes et le caractère aléatoire des placements correspondants; en effet, d'après les résultats officieux non consolidés de 1975, la provision serait à peine suffisante pour les dividendes de catégorie B, après paiement de ceux de catégorie A. Si une nouvelle flambée inflationniste propulsait les taux d'intérêt vers les sommets atteints, par exemple, en Grande-Bretagne, ce qui entraînerait une désaffectation vis-à-vis des valeurs à revenu fixe, la CDC et nombre d'autres sociétés devraient sans doute faire face à des demandes de rachat susceptibles de compromettre leurs plans de financement. La CDC mise sur une baisse de l'inflation.

Certains prétendent, sur les marchés de capitaux, que la CDC a tiré profit de son lien avec l'Etat, qu'elle s'en est prévalu lors des rencontres préparatoires avec les milieux boursiers et que les vendeurs de titres ont laissé dans l'ombre l'absence de garantie gouvernementale de l'émission, entre autres choses.

A l'analyse, les critiques de M. Kierans paraissent mal fondées. Les informations qui, selon lui, manquaient se trouvaient bel et bien dans le prospectus et le résumé figurant au verso de la page couverture présentait les principales caractéristiques de l'émission, à l'intention du commun des investisseurs. Il faut bien admettre, parallèlement, que la CDC est effectivement complexe et que les exigences boursières et comptables ne facilitent pas la présentation de ses opérations au genre d'investisseurs qu'elle cherche à attirer.

On peut se demander à juste titre si les courtiers en valeurs mobilières sont en mesure d'apporter à la CDC la vaste répartition et la large distribution des actions dont elle a besoin pour obtenir les importants capitaux nécessaires à sa mission. Les banques à charte, fortes de leur important réseau de succursales, pourraient certainement apporter une aide considérable à la CDC à cet égard, bien qu'on entre là dans le domaine extrêmement délicat des activités quasi bancaires et des services de titres qui peuvent être permis aux banques. On dispose toutefois de suffisamment d'éléments

pour affirmer que le lancement public de cette émission, pourtant appuyé par un large réseau de distribution et une forte campagne publicitaire, n'a pas été une réussite et que les banques et autres institutions financières auraient pu contribuer beaucoup plus qu'elles ne l'ont fait à atteindre le public visé.

La CDC comptait attirer beaucoup plus que les 20 000 nouveaux actionnaires procurés par l'émission. A cet égard, on se demande s'il n'y a pas des enseignements à tirer de l'expérience de l'Alberta Energy Company Ltd, (AEC) société de portefeuille qui n'est pas sans ressemblance, au niveau provincial, avec la CDC. L'AEC a pour objet de fournir des possibilités particulières, aux Albertains et aux autres Canadiens (dans cet ordre), de participer avec profit au développement industriel et énergétique de la province. Elle a fait appel au public, elle aussi, à l'automne 1975 (peu après la fin de l'émission de la CDC), offrant pour 75 millions de dollars d'actions ordinaires sans dividende au prix unitaire de \$10, après que le gouvernement de la province eut souscrit au même nombre d'actions la même année. Les habitants de la province avaient le droit exclusif de souscrire aux actions pendant une quinzaine de jours, après quoi le solde disponible serait offert aux autres Canadiens. Cependant, le plafond prévu ayant été dépassé par les souscripteurs albertains, on dut renoncer à placer les titres dans le reste du pays. L'AEC fut autorisée par la commission boursière de l'Alberta à utiliser dans la province un réseau de distribution plus large, ce qui permit de placer 7,8 millions d'actions et de recruter plus de 60 000 actionnaires, dont 83 % possèdent 100 titres ou moins. Ces détenteurs résident presque tous en Alberta, province dans laquelle la CDC a trouvé à peine 1 500 actionnaires. Environ 77 % de toutes les demandes de souscription envoyées à l'ACE provenait des banques à charte, des sociétés de fiducie, des caisses d'épargne et de crédit et des succursales du Trésor provincial, qui servaient de points de vente dans toute l'Alberta en même temps que les maisons de courtage habituelles. On voit la différence, au point de vue de l'accueil des titres dans le public!

La CDC a de toute évidence beaucoup à faire pour améliorer son image auprès du public ainsi que ses relations avec les investisseurs, éléments essentiels à la levée de capitaux considérables dont a besoin cette société.



## CHAPITRE VII

### CONCLUSIONS

L'idée de sociétés de portefeuille à but lucratif formées par l'Etat afin d'atteindre des objectifs nationaux n'a rien de nouveau.

Par exemple, l'Italie de 1933 vit Mussolini créer une économie mixte dans laquelle l'Etat achetait ou fondait des entreprises afin d'atteindre des buts sociaux généraux et réaliser des bénéfices. A l'heure actuelle, l'Etat italien exerce son contrôle ou possède des participations dans des sociétés qui représentent environ la moitié de la production industrielle du pays et ont accru constamment leur puissance pour atteindre des proportions gigantesques, encore que ces dernières années aient été marquées par de nombreux abus et d'importantes pertes. L'empire sidérurgique Krupp, dont le gouvernement ouest-allemand prit le contrôle après la guerre, est un autre exemple d'entreprise d'Etat à but lucratif. En Espagne, l'Instituto Nacional de Industria (INI), société de portefeuille étatique créée après la guerre, contrôle la compagnie aérienne nationale de même que le transport maritime, le pétrole et d'autres secteurs importants. L'expérience mexicaine, sur le plan des sociétés de portefeuille contrôlées par l'Etat, est particulièrement intéressante si l'on songe au problème commun du Canada et du Mexique, qui tient à la proximité de la puissante économie américaine. La Nacional Financiera, généralement appelée NAFIN, à l'origine banque de crédit agricole fondée en 1934 par un président révolutionnaire, est devenue une société bancaire et de développement contrôlée par l'Etat mexicain. Cette entreprise serait, paraît-il, rentable, bien qu'elle semble disperser ses efforts; par exemple, elle place des obligations dans le public, ses actions sont souscrites par les investisseurs privés et institutionnels, elle est l'une des principales sources de financement de l'important secteur de l'industrie placé sous le contrôle de l'Etat et elle se fait l'agent du gouvernement mexicain dans la reprise en main des branches contrôlées par l'étranger.

L'industrie pétrolière compte nombre d'entreprises géantes contrôlées par l'Etat. Certaines, comme la British Petroleum et l'Aramco, ont été acquises ou expropriées par l'Etat. D'autres, généralement plus récentes, comme l'Ente Nazionale Idrocarburi (ENI) en Italie, Petrobras au Brésil et l'embryonnaire British National Oil Corporation, ont été fondées dans le but précis de prendre en main et de mettre en valeur les ressources pétrolières nationales. L'ENI dispose de pouvoirs étendus lui permettant de

faire des transactions pétrolières internationales ainsi que de s'occuper de produits chimiques et d'énergie nucléaire. Ses activités s'étendent maintenant aux pipe-lines, aux textiles et à la fabrication; elle compte 150 filiales et sociétés affiliées qui reçoivent d'elle des instructions de politique générale ainsi qu'une aide en matière financière, de prévision et de coordination. Dans notre pays, Petro-Canada, société pétrolière créée récemment par l'Etat, poursuit des buts comparables, sans être dotée des pouvoirs exclusifs de l'ENI, de Petrobras ou de l'Aramco.

Dans la plupart de ces entreprises, le grand public possède un certain nombre d'actions, dont la majorité est cependant détenue par l'Etat.

Des ressources et une période d'observation limitées ne permettent malheureusement pas de comparer la CDC avec les autres sociétés de portefeuille créées directement par l'Etat. Un examen même superficiel permet cependant de conclure que, si cette société n'est certainement pas unique en son genre, elle se distingue des autres sur le plan international. Il semble en outre qu'elle ait échappé aux travers et aux maux dont sont affligées tant d'autres sociétés étatiques, qui semblent souvent finir par refléter l'idéologie du gouvernement ou du principal groupe de pression, par exemple la doctrine des révolutionnaires mexicains dans le cas de la NAFIN ou l'héritage fasciste dans les cas italien et espagnol.

Au Canada, où le rôle économique de l'Etat ne cesse de croître, la CDC a subi l'influence compensatrice du secteur privé et s'est efforcée consciemment de s'identifier à ce dernier, comme l'exige d'ailleurs son mandat. La CDC pourrait devenir une très grosse entreprise dans l'absolu. Sa croissance étant néanmoins limitée par des considérations d'ordre pratique, il est douteux que la CDC, sous sa forme actuelle, parvienne jamais à exercer une influence autre que marginale sur le secteur des entreprises au Canada, pour ne pas parler de son économie. Ainsi, même si elle quintuplait ses actifs (1,3 milliard de dollars selon les derniers résultats) et ses recettes (480 millions), elle n'atteindrait que la taille approximative de Bell Canada en 1975. Il faudra sans doute attendre la fin du siècle pour voir la CDC atteindre le seuil des 10 milliards de dollars, et ce, si tout va bien. D'ici à ce que ses actifs passent à 5 milliards de dollars, ceux de tous les intermédiaires financiers canadiens seront probablement de l'ordre de 500 milliards; le bilan de la CDC serait alors inférieur à la croissance annuelle du secteur bancaire canadien.

Selon les estimations, les besoins de capitaux du Canada pourraient totaliser 500 milliards de dollars (à la valeur de 1975) au cours des dix prochaines années et 800 milliards pour le dernier quart de siècle si nous voulons mettre en valeur toutes les ressources du pays. Une CDC prospère resterait une entreprise relativement petite dans ce contexte, même si elle bénéficiait d'avantages dont ne jouissent pas les autres sociétés, ce qui n'est d'ailleurs pas le cas. La taille absolue de la CDC n'est certainement pas une menace pour l'intérêt public. Cette entreprise, d'ailleurs, comme les autres groupements de sociétés au Canada, se trouve rapetissée par l'ampleur des besoins de capitaux du pays.

Dans une optique nationaliste, on devrait plutôt juger la CDC sur son aptitude à jouer un rôle de catalyseur suffisamment important en comblant

les lacunes de l'économie, en mettant des moyens de financement à la disposition d'entreprises nouvelles, en favorisant la mobilisation de capitaux pour de grands projets au pays, en encourageant les Canadiens à épargner pour acheter des actions et, par sa propre croissance, en accroissant les fonds propres à investir pour les Canadiens, même sur une échelle relativement faible. C'est là une mission exigeante, dont la CDC s'est toutefois acquittée convenablement jusqu'ici, à mon avis.

Peu de sociétés au Canada, sans aucun doute, ont suscité davantage de polémiques lors de leur création, ont vu leur projet initial s'affiner autant pendant la période de gestation et ont reçu une mission aussi exclusivement canadienne. L'identification de la CDC au secteur privé et l'objectif ultime d'une participation de 90 % du public canadien à son capital-actions, l'accélération du processus étant permise par le rachat des actions détenues par l'Etat, constituent à mon avis les caractéristiques les plus originales de la CDC. De plus, le gouvernement canadien n'est pas revenu sur sa décision initiale de considérer la corporation comme une entreprise privée à but lucratif dirigée en toute indépendance. La direction de la CDC n'a pas dévié elle non plus de cette ligne de conduite dans l'exercice de ses fonctions. La CDC est une entreprise coopérative lancée par l'Etat mais destinée à être dirigée par un conseil d'administration indépendant dans l'intérêt de tous les actionnaires (l'Etat et le public.) Avant d'entreprendre cette étude, je ne goûtais pas particulièrement l'indépendance *de facto* de la CDC, ni son préjugé en faveur du secteur privé. Je les apprécie maintenant à leur juste valeur.

Dans les premiers chapitres de cette étude, j'ai posé certaines questions et laissé entendre qu'il pourrait surgir certains conflits dans l'exécution du mandat de la CDC. Grâce à mon travail de recherche, je puis maintenant en donner le résumé suivant :

a) La CDC diffère-t-elle d'autres compagnies?

*Sur le plan international, la CDC est unique en son genre; dans le contexte canadien, elle est différente aussi. La composition de ses actionnaires est inhabituelle : on y retrouve le gouvernement fédéral, de nombreux particuliers et quelques investisseurs institutionnels. Outre qu'elle doit réaliser des bénéfices, la corporation poursuit d'autres objectifs. Malgré ces différences, je pense que la CDC a une raison d'être légitime qui la distingue des autres sociétés canadiennes.*

b) Est-ce que la CDC, du fait de la participation de l'Etat à son capital-actions, est en mesure de solliciter un régime de faveur et d'être privilégiée par rapport à la concurrence?

*Non, à moins qu'elle ne se mette en contradiction flagrante avec sa constitution. Les recherches effectuées pour les besoins de cette étude n'ont révélé aucun abus de ce genre. Il est faux de se représenter la CDC comme un organisme quasi gouvernemental qui obtiendrait des faveurs de l'Etat. On pourrait imaginer le cas où la CDC solliciterait un régime préférentiel dans l'intérêt de ses actionnaires, mais la chose est peu probable.*

c) La CDC est-elle pour l'Etat un instrument rêvé pour exercer son pouvoir?

*Non, à moins de contrevenir à sa constitution (comme dans la conclusion précédente.) De toute façon, son capital-actions ne pouvant dépasser un maximum (que seul le Parlement peut modifier) et les marchés canadiens de capitaux imposant certaines limites pratiques, il est difficile de concevoir une CDC suffisamment importante pour exercer une influence autre que marginale sur l'économie canadienne.*

d) Avons-nous la garantie que le gouvernement fédéral n'interviendra pas dans les décisions de la CDC?

*Malheureusement, nous n'avons pas cette garantie comme l'a révélé la décision récente du gouvernement fédéral de s'opposer à la réélection de M. Reisman au conseil d'administration de la CDC. Il faut dire, en toute justice, que M. Reisman, ancien sous-ministre des Finances, avait critiqué ouvertement la politique économique fédérale et devait savoir qu'il risquait de s'aliéner l'actionnaire dont dépendait son élection. A mon avis, il est beaucoup plus important de retenir l'engagement, réitéré par le gouvernement fédéral, dans une lettre expliquant sa décision de voter contre la réélection de M. Reisman, de considérer la CDC comme un organisme indépendant du secteur privé, dont le principal objectif reste la réalisation de bénéfices.*

e) Pourrait-t-il y avoir des conflits entre, d'une part, les objectifs de maximisation des bénéfices et d'autre part, les tentatives d'intervention dans les secteurs où la présence canadienne est insuffisante?

*Dans la majorité des cas, non, bien qu'on puisse imaginer des exceptions. Si, par exemple, le prix canadien du pétrole dépassait les prix américain et mondial, la CDC Oil & Gas en bénéficierait mais l'industrie chimique canadienne, prise dans son ensemble, et sans doute Polysar-Petrosar en souffriraient (malgré les clauses de garantie de ventes.) Inversement, le grand public et les milieux politiques risqueraient de réagir vivement si Polysar-Petrosar réalisaient des bénéfices jugés excessifs, compte tenu du fait qu'ils sont contrôlés en fait par le gouvernement fédéral (par l'intermédiaire de la CDC) et constituent le centre de l'industrie pétrochimique canadienne naissante. On n'a cependant pas constaté de conflit de ce genre jusqu'ici, notamment dans les secteurs de la pétrochimie et des soins de santé, auxquels on pense en premier. Dans une optique plus large, il faut aussi se rappeler que la CDC prend des participations à long terme, qui n'atteindront leur maturité que dans des années.*

f) Si un organisme à but lucratif comme la CDC s'efforce d'améliorer l'économie nationale sans toutefois réellement appartenir à ses deux maîtres, n'appartient pas à ses deux maîtres, les actionnaires ordinaires et le public canadien, ne risque-t-il pas de provoquer le mécontentement d'un maître comme de l'autre?

*On pourrait imaginer des cas de conflit, mais ils seraient exceptionnels. D'ailleurs, il n'y en a eu aucun jusqu'ici. Là encore, il faut se rappeler que la CDC n'atteindra certainement jamais une taille suffisante pour dominer l'économie canadienne, qu'en prenant des participations à long terme elle se prive pratiquement de la possibilité de réaliser d'énormes*

profits à court terme et que, en investissant dans les secteurs en croissance de l'économie, ses actionnaires, c'est-à-dire surtout le public canadien dans la phase ultime, pourraient avoir le plaisir de voir leur placement prendre de la valeur.

g) Une entreprise autonome à but lucratif peut-elle réussir à assurer une emprise plus directe des Canadiens sur leur propre économie?

*Oui, mais dans une certaine mesure seulement. La CDC n'est pas encore suffisamment grosse et ne le sera sans doute jamais assez pour exercer une influence notable à cet égard. Elle peut cependant jouer un rôle utile en prenant des participations à long terme judicieuses, dans des secteurs où la présence canadienne est insuffisante, mais toujours dans le cadre des contraintes de taille mentionnées précédemment.*

*Une très large participation du public à son capital constituerait une garantie sérieuse contre tout risque de mauvaise utilisation de la CDC par le gouvernement fédéral ou de tension avec les actionnaires appartenant au grand public. La CDC ne pourra atteindre la taille visée et voir le grand public devenir son principal actionnaire que si elle arrive à le persuader que ses actions représentent un placement sensé et rentable ce qui dépend d'une évolution favorable des participations de la CDC.*

#### Taille envisageable

Pour obtenir les fonds nécessaires à ses investissements et réaliser son objectif ultime de 90 % de participation publique à son capital, la CDC devra procéder à de fréquentes émissions d'actions pour les placer dans le public canadien et, plus tard, procéder à des acquisitions. Sa constitution limite le capital social à 200 millions d'actions ordinaires sans valeur nominale, dont 47,8 millions sont déjà en circulation ou réservés à la conversion des actions privilégiées de catégorie B et à l'émission d'actions gratuites. Cela laisse en gros 150 millions d'actions ordinaires à émettre par la CDC sans devoir s'adresser au Parlement.

En 1975, la CDC a émis pour 142,5 millions de dollars d'actions privilégiées de catégorie B, valeur nominale \$100, 8 %, convertibles en 14,3 millions d'actions ordinaires et donnant droit à 2,8 millions d'actions gratuites; cela correspond au total à 17,1 millions de nouvelles actions ordinaires à émettre qui, ajoutés aux 30,7 millions de titres détenus par le gouvernement fédéral, donnent une possibilité de 47,8 millions d'actions ordinaires. A mon avis, la CDC aurait grand intérêt à procéder tous les deux ans à une augmentation de capital de cet ordre. Peut-être le chiffre de 150 millions de dollars est-il trop élevé et une émission de 100 millions de dollars tous les deux ans serait-elle plus réaliste, mais les titres futurs seront certainement distribués plus largement (notamment grâce au réseau des banques à charte); les progrès de la CDC lui attireront la confiance des investisseurs et la taille des marchés canadiens de capitaux augmentera en fonction de la croissance économique et de la dilution des stocks financiers causée par l'inflation. Aussi une augmentation de capital de 150 millions tous les deux ans, sur la période qui sera nécessaire à la CDC pour réaliser ses objectifs en matière d'investissement et de répartition de ses actions,

n'est-elle peut-être pas aussi irréaliste en moyenne qu'il semblerait à première vue, à condition que la CDC obtienne des résultats satisfaisants pour les investisseurs. Sinon, ou si la conjoncture évolue défavorablement (l'inflation, par exemple, provoquant une hausse des taux d'intérêt) et que les actions de catégorie B soient nettement au-dessous de leur prix d'émission lors de la prochaine augmentation de capital, la CDC ne pourrait sans doute pas se financer aux mêmes conditions.

Jusqu'à ce que ses actions ordinaires fassent l'objet d'un marché suffisant, la CDC devra sans doute émettre de nouveau des actions privilégiées convertibles, non assorties, peut-être, d'actions ordinaires gratuites. Les actions de catégorie B émises en 1975 correspondaient à un prix de \$10 par action ordinaire (chaque titre privilégié de \$100 étant convertible en 10 actions ordinaires.) Au tableau 12, nous avons essayé d'estimer les bénéfices dilués possibles par action ordinaire, afin de déterminer le prix auquel cette dernière pourrait être évaluée en vue d'une conversion lors d'émissions futures d'actions privilégiées aux mêmes conditions. Plusieurs hypothèses étant posées (dans les notes en bas de tableau), on obtient deux chiffres possibles, en 1980, pour les bénéfices dilués par action de la CDC : un chiffre inacceptable correspondant à un échec ou à un recul conjoncturel des principales participations, et un chiffre réaliste pour lequel ces dernières progresseraient conformément aux prévisions.

On peut difficilement choisir, pour les bénéfices dilués par action ordinaire de la CDC, un multiple plus élevé que pour l'ensemble des marchés boursiers, soit environ neuf fois les bénéfices estimatifs de 1976 à l'heure actuelle. On peut donc raisonnablement avancer un prix de conversion d'environ \$10 par action ordinaire au cours des premières années, qui atteindrait et dépasserait \$15 lorsque les principales participations deviendraient rentables et contribueraient aux bénéfices. Il faut cependant se rappeler que le rendement obtenu sur les investissements heureux sera atténué par l'effet de dilution des augmentations de capital. Aussi le prix de l'action ordinaire, déterminé par référence au titre convertible, pourrait-il rester entre \$10 et \$10 pendant un certain temps, en tout cas certainement jusqu'en 1980, dernière année étudiée dans le tableau.

Le tableau 13, qui fait lui aussi nécessairement appel à un certain nombre d'hypothèses, indique la taille que pourrait atteindre la CDC d'ici la fin du siècle ou passé cette date si elle émettait pour 150 millions de dollars d'actions convertibles ou ordinaires tous les deux ans sans dépasser le maximum actuellement autorisé de 200 millions d'actions ordinaires. Nous avons supposé que le prix de conversion ou équivalent de l'action ordinaire serait, pendant toute la période de \$10 dans la première hypothèse et de \$15 dans la seconde. Nous avons présumé en outre que la CDC investirait le produit de chaque augmentation de capital dans des filiales ou entreprises associées nouvelles ou existantes, sans compter les autres hypothèses faites au sujet du rendement moyen des capitaux engagés, des dividendes versés, du passif à court terme et de la dette avec garanties, tous éléments qui font l'objet de notes explicatives à la suite du tableau.

Tableau 12  
Bénéfices estimatifs par action ordinaire de la CDC  
(en millions de \$)

<u>Entreprise</u>	Contribution en bénéfices nets				
	1975	1976	1977	cas inacceptable 1980	cas réaliste 1980
Texasgulf <sup>1</sup>	27,6	30,5	33,6	35	51
Polysar-Petrosar <sup>2</sup>	(1,3)	20	20	25	50
CDC Oil & Gas <sup>3</sup>		10	11	13	20
Connlab Holdings	(2)	-	2	2	5
Capital-risque	0,8	1	2	3	6
CDC <sup>4</sup>	0,9	1,5	1	-	2
Augmentations de capital <sup>5</sup>	S/O	-	7	16	35
	<u>26</u>	<u>63</u>	<u>76,6</u>	<u>94</u>	<u>169</u>
Dividendes privilégiés catégorie A <sup>6</sup>	5,8	5,8	5,8	7,5	6,5
	<u>21,2</u>	<u>58,2</u>	<u>71,8</u>	<u>86,5</u>	<u>162,5</u>
Actions ordinaires (moyenne)	<u>37,2</u>	<u>47,8</u>	<u>55,3</u>	<u>62,8</u>	<u>72,8</u>
Bénéfices dilués par action	\$0.57	\$1.20	\$1.30	\$1.38	\$2.23

- 
1. Croissance des bénéfices de 10 % par an jusqu'en 1977, puis de 15 % dans le cas réaliste, mais avec un recul conjoncturel au niveau de 1977 dans le cas inacceptable.
  2. Croissance interrompue en 1977 par les pertes subies au démarrage de Petrosar. Ensuite, la hausse des coûts, des problèmes conjoncturels et la baisse de l'endettement entravent la croissance dans le cas inacceptable, tandis que les bénéfices progressent selon les prévisions dans le cas réaliste.
  3. La croissance du bénéfice net pourrait être ralentie par les frais d'exploration et de développement, comme c'est souvent le cas dans les compagnies pétrolières et gazifères en essor.
  4. Revenus d'intérêts, déductions faites des frais et impôts sur les disponibilités, et produits des augmentations de capital précédentes en instance d'investissement.
  5. Emission, au milieu de 1977, de 150 millions de dollars d'actions privilégiées convertibles en 15 millions d'actions ordinaires. Aucune autre augmentation de capital avant 1980 dans le cas inacceptable, qui limite à 10 % le rendement sur investissements et bénéfices non distribués. Dans le cas réaliste, le rendement du produit de l'émission de 1977 et les bénéfices non distribués passent à 12 % d'ici 1980; s'ajoute une autre émission de 150 millions de dollars d'actions privilégiées convertibles en 10 millions d'actions ordinaires, au milieu de 1979, rapportant 10 % au cours des douze premiers mois. Les bénéfices par action sont calculés d'après le nombre moyen d'actions ordinaires en 1977 et leur nombre maximum en 1980.
  6. Les actions privilégiées de catégorie A sont reportées en 1979 à 7,5 % et 6,5 % respectivement.



Tableau 13  
 Effet d'émissions biennales de 150 millions de dollars de la CDC  
 (en millions de \$)

	Prix de conversion ou équivalent de l'action ordinaire	
	\$10	\$15
Nombre d'actions ordinaires émises chaque fois	15	10
Nombre d'augmentations de capital	10	15
Période	20 ans	30 ans
Date de la dernière augmentation de capital	1995	2005
Somme des capitaux obtenus <sup>1</sup>	\$1,5	\$2,25
Bénéfices distribués y relatifs <sup>2</sup>	1,2	3,15
Total des capitaux engagés propres	<u>2,7</u>	<u>5,4</u>
Endettement <sup>3</sup>	1,3	2,7
Total des capitaux permanents	<u>4</u>	<u>8,1</u>
Passif à court terme <sup>4</sup>	1,3	2,7
Augmentation du bilan 1976-1995	5,3	10,8
Bilan fin 1975	1,3	1,3
Bilan consolidé final	<u>\$6,6</u>	<u>\$12,1</u>
Nombre d'actions ordinaires émises	197,8	197,8
détenues par le gouvernement fédéral	15,5%	15,5%
détenues par le public.	<u>84,5</u>	<u>84,5</u>
	<u>100%</u>	<u>100%</u>

1. Produits des augmentations de capital investis entièrement dans les filiales et entreprises associées.
2. Rendement annuel moyen de 10 % sur les capitaux obtenus et les bénéfices non distribués, pour tenir compte de l'importance des capitaux engagés, du caractère cyclique des participations et de l'effet de dilution d'augmentations de capital répétées. Taux de dividende d'un tiers jusqu'en 1989, puis d'un demi grâce à la maturité des participations.
3. Dette à long terme d'environ la moitié des capitaux engagés.
4. Passif à court terme d'environ un tiers des capitaux permanents.

Parmi les plus grandes sociétés canadiennes, banques exclues, Bell Canada possédait des actifs de l'ordre de 6,5 milliards de dollars fin 1975, le Canadien Pacifique des actifs de 6 milliards et Imperial Oil et INCO, 3 milliards. Même si l'on tient compte d'un écart de vingt à trente ans (pendant lesquelles les autres sociétés en essor s'accroîtront elles aussi), la CDC peut devenir une entreprise très importante à l'échelle canadienne. Le tableau révèle également que, plus la réussite de la CDC sera grande, plus le prix de l'action ordinaire sera élevé, moins nombreuses seront les actions ordinaires émises ou susceptibles d'être émises en une seule fois et plus l'obtention de la participation visée pour le public, ou la réduction de la participation fédérale, prendra du temps. De plus, il pourrait ne pas être possible de procéder à des augmentations de capital de l'ampleur ou de la fréquence indiquée dans le tableau, ce qui prolongerait encore la période nécessaire pour que la majorité des actions passe entre les mains du public. La proportion de 90 % visée en tout dernier lieu ne sera pas atteinte avant très longtemps par la voie d'émissions. En fait, elle pourrait se révéler utopique, sans recours au droit de rachat des actions de l'Etat à leur valeur nominale. Il est également évident que la CDC devra franchir de nombreux obstacles si elle veut procéder à autant d'augmentations de capital et obtenir la participation voulue du public, afin de réaliser son objectif primordial de contribuer à la croissance et au contrôle du secteur des capitaux au Canada et d'élargir les possibilités d'investissement offertes aux Canadiens. Le franchissement de ces obstacles dépendra directement, dans nombre de cas, de la réussite de la CDC, le reste étant fonction des marchés de capitaux, de la conjoncture économique et du mouvement de l'inflation sur lesquels la corporation n'a aucun contrôle.

Je désire souligner les hypothèses et conditions à partir desquelles le tableau 13 a été élaboré. C'est peut-être trop attendre de la CDC de vouloir qu'elle obtienne entre 1,5 et 2,25 milliards de dollars de capitaux nouveaux au cours des vingt à trente prochaines années et qu'elle devienne une grosse société, au bilan chiffré en milliards de dollars et dont le principal actionnaire serait le public canadien. Il se pourrait en outre que la CDC ne sache où investir des ressources de cette ampleur. Le nombre d'entreprises établies dont elle pourrait prendre le contrôle étant limité, la CDC risque d'être obligée de faire des investissements plus directs et de se lancer dans des projets plus spéculatifs. Cette évolution, pour souhaitable qu'elle soit peut-être, limiterait sans doute les bénéfices et le rendement des fonds propres de la CDC, ce qui ne faciliterait pas les augmentations futures de capital et ralentirait l'obtention du pourcentage visé de participation du public.

Le principal mérite de cet exercice probablement trop théorique est de montrer les difficultés que devra surmonter la CDC si elle veut accomplir sa mission dans un avenir prévisible. Les cinq prochaines années seront sans doute décisives.

#### Dividendes ordinaires

Jusqu'à ce qu'une quantité suffisante d'actions de catégorie B soient converties, il peut difficilement y avoir un marché digne de ce nom pour les actions ordinaires de la CDC. La croissance des bénéfices nets disponibles (après paiement des dividendes privilégiés de catégorie A) aidera à

y parvenir, mais la conversion des actions privilégiées catégorie B ne deviendra réalité que lorsque l'action ordinaire comportera un dividende suffisant pour que la conversion de chaque titre de catégorie B en 10 valeurs ordinaires, ce qui donne automatiquement droit à deux actions gratuites, procure des dividendes ordinaires supérieurs aux \$8 payables sur chaque action de catégorie B. Par exemple, un dividende ordinaire de 60 cents équivaldrait à \$7.20 en cas de conversion, ce qui serait évidemment insuffisant pour provoquer cette dernière. Un dividende ordinaire de 70 cents équivaldrait à \$8.40, minimum nécessaire pour inciter les actionnaires de catégorie B à convertir leurs titres. Cependant, leur intérêt dépendrait de la date à laquelle ce taux de 70 cents des dividendes ordinaires serait atteint. S'il était obtenu en 1980, ces actionnaires ne convertiraient sans doute pas leurs titres, car ils renonceraient alors à la première action gratuite prévue pour le mois d'octobre 1980, qui porterait leurs dividendes totaux à \$8.70, contre \$8.40 s'ils procédaient à la conversion. Si, par contre, un dividende ordinaire de 70 cents était réalisable plus tôt, par exemple en 1979, la conversion serait plus intéressante pour les actionnaires de catégorie B, qui auraient alors immédiatement droit à deux actions gratuites, d'où un dividende total supérieur.

En règle générale, les détenteurs de titres privilégiés convertibles exigent une prime, par rapport au dividende ordinaire indiqué, pour compenser le risque entraîné par la conversion de leurs actions en titres de rang inférieur. Dans le cas, par exemple, d'Investissements Canadien Pacifique Ltée, une prime de 15 % était nécessaire à un mouvement massif de conversion. Cette société, qui avait en circulation 100 millions de dollars d'actions privilégiées convertibles largement réparties, pourrait servir d'exemple à la CDC à cet égard. Dans ces conditions, un taux de dividende ordinaire de 75 à 80 cents en 1979 et de 85 cents d'ici la fin de 1980 serait sans doute nécessaire pour rendre possible la conversion des actions de catégorie B de la CDC.

Ces actions comportent des dividendes trimestriels, payables le premier jour de janvier, d'avril, de juillet et d'octobre. Elles peuvent être rachetées, au choix des détenteurs, du 2 octobre au 31 décembre 1980, puis d'octobre 1985 à octobre 1986. La CDC devra donc, à mon avis, verser des dividendes ordinaires d'au moins 70 cents en taux annuel d'ici le dernier trimestre de 1980 pour réduire ou supprimer les risques de rachat. Il vaudrait encore mieux qu'elle puisse atteindre le taux de 70 cents d'ici 1979 et qu'elle puisse déclarer et verser un dividende trimestriel de 20 cents ou plus en cette période décisive que sera la fin de 1980. En provoquant la conversion, des dividendes de l'ordre indiqué en 1979-1980 offriraient l'avantage supplémentaire de contribuer à créer le marché voulu pour les actions ordinaires de la CDC. Il ne faut pas oublier non plus que d'ici 1980-1981 devront avoir lieu, en théorie, deux autres émissions d'actions privilégiées convertibles de 150 millions de dollars chacune, soit 300 millions globalement, d'où la nécessité de prévoir d'autres dividendes prioritaires et la possibilité de voir s'accroître de 20 à 30 millions les 47,8 millions d'actions ordinaires déjà en circulation ou susceptibles d'être émises.

Dans le tableau 5, nous prévoyions que, compte tenu de l'inclusion de CDC Oil & Gas, la CDC disposerait de 11,3 millions de dollars de bénéfices nets pour verser les dividendes ordinaires et de catégorie B en 1975, ce qui équivaut à un dividende dilué de 26 cents par action. L'année 1975 a

certes été particulièrement défavorable, mais il s'agit du dernier exercice écoulé, qui permet de réaliser l'ampleur de la tâche à venir. D'ici 1981, la CDC doit être en mesure, selon les calculs approximatifs, de verser environ 60 à 65 millions de dollars sur 75 à 80 millions d'actions ordinaires, sous peine de recevoir de nombreuses demandes de rachat de titres de catégorie B et de ne pouvoir créer un marché approprié pour ses actions ordinaires (les actions ordinaires gratuites, 1,4 million, entre les mains du public n'étant pas suffisantes). Dans une phase encore précoce du développement de la CDC, sa capacité de versement de dividendes apparaît comme la condition clé de sa réussite dans la mission que lui ont confiée le Parlement et, en fait, le public canadien. La possibilité de satisfaire à ces conditions est évaluée au tableau 14 qui doit être interprété à la lumière des nombreuses hypothèses sur lesquelles il est fondé.

J'ai tenté, dans ce tableau, d'évaluer au mieux la contribution que pourraient apporter à la CDC ses entreprises affiliées, notamment ses principales sources de bénéfices et de dividendes, dans deux cas différents. Reposant sur autant de variables, ces estimations sont nécessairement subjectives. En outre, j'ai essayé de faire preuve de prudence dans mes évaluations; aussi le calcul des bénéfices disponibles pour les dividendes ordinaires dilués est-il sans doute trop sévère dans la mesure où l'on pourrait concevoir des émissions futures d'actions privilégiées dont la conversion ne serait possible qu'à partir d'une certaine date ultérieure. Le tableau révèle néanmoins l'ampleur des difficultés qui attendent la CDC si elle veut éviter des demandes massives de rachat (ou une renégociation avec les actionnaires de catégorie B), créer un marché public pour ses actions ordinaires et placer avec succès d'autres augmentations de capital, afin d'accroître l'importance du public canadien parmi ses actionnaires et d'accomplir sa mission.

Une baisse des taux d'intérêt serait un élément favorable, car elle permettrait à des titres privilégiés de cette qualité et au taux de dividende d'atteindre un niveau suffisant, et à la CDC de procéder au rachat des titres de catégorie B à partir du 2 octobre 1980, ce qui provoquerait la conversion. Si, par contre, les taux d'intérêt accusaient une hausse marquée (par exemple pour compenser une reprise de l'inflation) de nature à entraîner une baisse de l'action privilégiée au-dessous du prix d'émission, un grand nombre de leurs détenteurs se prévaudraient évidemment auprès de la CDC de leur droit de remboursement à la valeur nominale.

Tableau 14  
Bénéfices estimatifs de la CDC,  
distribuables en 1980<sup>1</sup>  
(en millions de \$)

Origine	cas inacceptable	cas réaliste
Texasgulf <sup>2</sup>	14	20
Polysar-Petrosar	8	17
CDC Oil & Gas <sup>3</sup>	4	6
Connlab Holdings	-	1,5
Capital-risque	1	2,5
CDC (net des dépenses)	-	2
Nouvelles participations <sup>4</sup>	6	16
	33	65
Actions privilégiées catégorie A <sup>5</sup>	7,5	6,5
Disponible pour dividendes ordinaires	25,5	58,5
Nombre d'actions ordinaires	62,8	72,8
Bénéfices dilués par action disponibles pour dividendes ordinaires	<u>0.41</u>	<u>0.80</u>

1. D'après les hypothèses d'émission et les prévisions de contribution aux bénéfices nets faites au tableau 12 et compte tenu, sauf indication contraire, d'un taux de distribution d'environ un tiers pour les sociétés affiliées.
2. Un certain nombre de gros investissements devenant rentables, le taux de dividendes passe à 40 %.
3. Taux de dividendes relativement faible, s'agissant d'une compagnie pétrolière en développement.
4. Nouvel investissement de 150 millions de dollars au milieu de 1977 dans les deux cas, puis de la même somme au milieu de 1979 dans le cas réaliste; le rendement reste de 4 % dans le cas inacceptable, mais augmente de 1 % par an dans l'autre cas.
5. Actions de catégorie A reportées en 1979, à 7,5 % dans le cas inacceptable et 7,5 % dans le cas réaliste.

L'avenir immédiat semble comporter de nombreuses difficultés. D'après les hypothèses et les calculs du tableau 14, la CDC ne peut pas se permettre beaucoup de faux pas au cours des cinq années décisives à venir.

#### Autres conditions du succès

Si la capacité de verser des dividendes ordinaires suffisants d'ici 1979-1980 est cruciale, la réussite future de la CDC dépend aussi de deux autres conditions très importantes et interdépendantes. Elles ont trait, l'une à la direction, l'autre aux relations avec les investisseurs.

Une meilleure connaissance des dirigeants de Texasgulf et de Polysar fait naître le respect pour leurs connaissances de l'industrie et leurs compétences administratives. En outre, les progrès incontestables de CDC Oil & Gas témoignent de la qualité de ses administrateurs, dont l'esprit de corps est sans doute supérieur maintenant que la société est véritablement canadienne. La démarche adoptée pour diriger les entreprises de capital-risque est valable et, mis à part les laboratoires Conmlab où existent des problèmes aigus, les dirigeants semblent être de qualité dans le groupe CDC. La mise en place de comités de direction et de vérification, où siègent des représentants de la corporation, est également une heureuse initiative dans un groupe de sociétés aussi diverses. Cependant, les décisions d'investissement, le rôle de catalyseur au sein du groupe et la capacité de financement extérieur, tous domaines qui échappent à la législation et aux décrets, dépendent à maints égards de la qualité personnelle des dirigeants de la CDC. Les cinq prochaines années, en particulier, mettront ces derniers à l'épreuve. La valeur de l'équipe de direction réunie par la CDC jusqu'ici ne manque pas d'impressionner. Ce n'est certainement pas une tâche de tout repos que d'attirer et de garder des dirigeants de premier ordre à des postes aussi exposés. M. Anthony Hampson semble y avoir bien réussi jusqu'à ce jour.

La capacité de la CDC à placer ses actions et son aptitude à entretenir de bonnes relations avec les investisseurs sont étroitement liées et absolument cruciales. La première grande émission publique a malheureusement eu lieu dans une conjoncture boursière et une situation politique troublées. D'autre part, l'organisation et la conduite des futures augmentations de capital est fortement perfectible, compte tenu de l'élargissement de la distribution que pourraient assurer les banques à charte, les sociétés de fiducie et autres établissements quasi bancaires. De son côté, la CDC doit travailler sans relâche à corriger le problème incontestable de communication qu'elle a avec tous les investisseurs, courtiers et conseillers en valeurs, institutions et particuliers. Le sondage effectué récemment auprès des actionnaires par M. Kelly, le film préparé par la CDC pour présenter ses activités, l'amélioration des rapports annuels et le plan prochain de réinvestissement des dividendes seront utiles à cet égard. Après tout, la CDC n'est pas la seule société à être mal comprise des investisseurs. Cependant, elle est particulièrement complexe, il y a beaucoup à faire et le temps presse.

## EPILOGUE

Une analyse détaillée a permis de constater la place de la CDC au sein de l'économie canadienne, son indépendance vis-à-vis du gouvernement fédéral, ainsi que les talents qu'elle a déployés pour accomplir sa mission.

Tout organisme susceptible de satisfaire dans une mesure appréciable aux énormes besoins du pays en matière de capitaux devrait être bien accueilli. Or, la CDC peut jouer ce rôle, tant directement qu'indirectement.

Il y a ensuite la CDC elle-même et ses réalisations en moins de cinq années fertiles en événements. D'un côté, on trouve le coup de la Texasgulf. Au milieu de l'échelle se trouve le projet Polysar-Petrosar, aux dimensions gigantesques, et inquiétantes, qui s'insère admirablement bien dans la mission de la CDC mais où rien n'est encore joué, les fortes rémunérations possibles étant compensées, malgré les garanties de vente, par des risques élevés. On trouve à l'autre extrême le cas Connlab, celui qui, peut-être, s'apparente le plus au lancement d'une entreprise par la CDC à partir de zéro, en l'occurrence par l'achat d'un laboratoire médical destiné à devenir la clé de voûte d'un groupe pharmaceutique sous contrôle canadien. Les résultats de Connlab sont extrêmement médiocres, et les plus grandes réserves sont ici de rigueur.

La CDC n'en est qu'au début de son existence. Les cinq prochaines années, en particulier, devraient nous indiquer le rôle que peut jouer la CDC dans le développement économique du Canada. Cependant, pour la CDC comme pour les autres sociétés, le jugement sera rendu, en dernière instance, par le marché des capitaux, formé directement et indirectement par l'épargne de millions de Canadiens. C'est en effet le marché qui impose les conditions économiques et financières, sans égard à la taille, aux liens de parenté ni au caractère patriotique des entreprises. Il convient aussi de souligner que la CDC, plus peut-être que les autres sociétés, mise gros sur un ralentissement de l'inflation.

D'ici là, je vois dans la CDC une institution utile, mais non dominante, de l'économie canadienne contemporaine et future. A long terme, elle pourrait contribuer sensiblement au développement du pays, peut-être moins en

procédant à des achats d'entreprises existantes qu'en investissant directement dans des grands travaux et en fournissant du capital-risque.

Les risques, dont certains, mais pas tous, dépendent de l'action de la CDC, sont nombreux. Le succès de l'entreprise n'est en rien assuré. Que se passera-t-il si la CDC ne remplit pas sa mission de la manière prévue dans sa constitution, telle qu'envisagée dans la présente étude? Elle finirait alors probablement par devenir une grande société de portefeuille parmi les autres, pas nécessairement dénuée d'intérêt, c'est-à-dire une mosaïque de participations dont certaines, comme Texasgulf, seraient exceptionnellement prometteuses. Cette évolution ne serait pas obligatoirement désastreuse. La CDC pourrait rester un bon placement, et l'idée qui a présidé à sa création vaudrait encore la peine qu'on essaie de la mettre en oeuvre.

Quoique des institutions comparables existent dans d'autres pays, l'organisme canadien pourrait être l'un des mieux conçus et les plus solidement établis. Jusqu'ici, la CDC s'est acquittée convenablement de sa mission particulière. Il existe des imperfections à corriger, mais la direction les a décelées et se révèle manifestement disposée à tirer la leçon de ses expériences.

Selon moi, notre pays doit voir grand dans le domaine commercial et financier. Une évolution dans ce sens est à encourager plutôt qu'à redouter, y compris dans le cas de la CDC. Rappelons que toute société ou institution susceptible de contribuer sensiblement à la tâche énorme du financement de l'économie canadienne doit être bien accueillie. Les avantages possibles semblent bien plus importants que les abus de pouvoir risquant d'être commis par la CDC ou par son intermédiaire, abus dont la gamme est restreinte et qui seraient limités de toute façon, si le marché, cet arbitre suprême, rendait un jugement défavorable à la corporation.



## BIBLIOGRAPHIE

BUCKLER, E. J., *History of Polysar*, allocution devant les représentants de la First National City Bank, 18 septembre 1973.

CORPORATION DE DEVELOPPEMENT DU CANADA, procès-verbal des témoignages devant les tribunaux américains, 1973. Rapports annuels, 1973-1975. *Projet d'offre publique*, document préparé à l'intention des courtiers en valeurs participant à l'émission, août 1975. *Nouveau prospectus d'émission*, 3 septembre 1975.

CORP. DE DEVELOPPEMENT DU CANADA, procès-verbal des témoignages devant les tribunaux américains, 1973. Rapports annuels, 1973-1975. *Projet d'offre publique*, document préparé à l'intention des courtiers en valeur participant à l'émission, août 1975. *Nouveau prospectus d'émission*, 3 septembre 1975.

DIMMA, William A., *The Canada Development Corporation : Diffident Experiment on a Large Scale*, Harvard University, D. B. A., 1973.

*FINANCIAL POST*, articles de fond et bulletins de nouvelles divers.

FOGARTY, Charles F., *The Story of Texasgulf*, discours devant la Newcomen Society in North America, New York, 12 novembre 1975.

*GLOBE AND MAIL*, articles de fond et bulletins de nouvelles divers.

HAYWORTH, Wayne R., *The CDC Acquisition of Texasgulf Inc.*, Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (Massachusetts), juin 1974.

HAMPSON, H. Anthony, discours publics, 1972-1975.

INDUSTRIE ET COMMERCE CANADA, *Source des capitaux spéculatifs : un guide d'investissement pour les Canadiens*, Ottawa, Imprimeur de la reine, 1973.

KELLY, Robert F., enquête auprès des actionnaires de la CDC, 1976.

MACRAE, Robin, *The Canada Development Corporation*, cas préparé sous la direction du professeur William A. Dimma.

THE GAZETTE, " What Kierans says about CDC shares ", article du 20 août 1975.

OHASHI, Ted, *A response to Eric Kierans' attack on the Canada Development Corporation share issue*, article publié par Pemberton Securities Ltd, septembre 1975.

POLYSAR LIMITED, rapports annuels, 1974 et 1975. Prospectus d'émission, 19 mars 1975. Circulaire d'offre, 17 décembre 1975.

COMMISSION ROYALE D'ENQUETE SUR LES GROUPEMENTS DE SOCIETES, procès-verbal de la déposition de la banque Toronto-Dominion, pièce n° 81, 21 janvier 1976.

TEXASGULF INC., rapports annuels, 1972-1975.

WOOD GUNDY LIMITED, *Texasgulf Incorporated*, bulletin de recherche, mai 1973. *Canada Development Corporation*, bulletins de recherche, 23 janvier 1966 et 9 février 1976.

